全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

HZ BOOKS 华章经管

梦想与浮沉

A股十年上市博弈（2004~2014）

王骥跃 班妮 著



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梦想与浮沉

A股十年上市博弈

（2004～2014）

王骥跃 班妮 著


机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

梦想与浮沉：A股十年上市博弈（2004 ~ 2014）/ 王骥跃，班妮著. —北京：机械工业出版社，2015.12（2016.1 重印）

ISBN 978-7-111-52351-2

I. 梦… II. ①王… ②班… III. 股票市场–研究–中国–2004 ~ 2014 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 289404 号

梦想与浮沉
A股十年上市博弈（2004 ~ 2014）

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）
责任编辑：王金强 责任校对：董纪丽
印 刷：北京诚信伟业印刷有限公司 版 次：2016 年 1 月第 1 版第 2 次印刷
开 本：170mm×242mm 1/16 印 张：24.5
书 号：ISBN 978-7-111-52351-2 定 价：69.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261 88361066 投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259 读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有 • 侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

华章经管

HZBOOKS | Economics Finance Business & Management



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

推荐序

市场的记忆

“股民的记忆只有7秒”，是2015年夏天“去杠杆”股灾中调侃融资客的一句戏言。股灾让一些融资炒股的人血本无归，但是市场稍有企稳，一些人又加上更高的杠杆杀入股市，把刚刚得到的教训抛到九霄云外。

其实何止融资炒股的投资者没有记忆，在A股市场，监管者、中介机构、机构投资者、媒体、学界等各个相关方面，似乎也在整体上缺乏对市场的记忆。市场制度建设总是在重复一个接一个相同的错误，而对于错误本身的讨论，也往往在基本问题上陷入迷思。短短十年间制度演进曲折往复，恍若唐德刚所述“历史的三峡”。

王骥跃与班妮的新著《梦想与浮沉：A股十年上市博弈（2004 ~ 2014）》来得很及时。在IPO这个切面上，这本书以专业人士的视角汇总和分析了并不久远，却已经碎片化和被部分遗忘的历史演进。十年得失虽不能盖棺定论，但归纳事实，以资镜鉴，是方方面面形成共识的重要基础。

融资是资本市场的基本功能，其中IPO又是所有融资安排中最重要的机制，它一方面为股票市场提供新的投资标的，增加证券供给；另一方面也为更早期的创业投资、股权投资提供退出渠道，从而将资本市场的各个层次有机地联系起来。然而在A股历史上，IPO却始终未能真正实现市场化。最近十年，中国证监会虽然一直致力于市场化改革，也取得了不少成果，但是部分财务造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假丑闻也对改革进程形成了阻力。

1994 ~ 2015 年，IPO 经历了 8 次暂停。每一次起因都是市场的大幅下跌，但是每一次停发 IPO 也均未改变市场的趋势。以“保护投资者利益”的名义伤害市场机制，却客观上造成市场低位时没有新股供给，上涨阶段 IPO 扎堆，投资者为买新股付出了更高的成本。

对新股发行价格的抱怨在 2014 年年初形成新一轮高潮，中国证监会采取了老办法——管制发行价格。从那之后直到股灾发生之前，所有新股的价格都可以用招股书中的计划募集资金规模和发行股票数量算出来。复杂的公司定价变成了一道小学算术题。不但价格被管制，发行节奏也被控制，基本上按月“均衡安排”。

市场皆大欢喜。因为新股的定价明显低于二级市场，投资者调用一切可以调用的资金打新股，甚至是加上十几倍、数十倍的杠杆也不稀奇。每个月发行窗口期申购资金的冻结和解冻，对货币市场产生了明显的扰动。

只是我们忘记了，2009 年创业板推出时，证监会已经放弃了对发行价格的窗口指导。新股发行价一度飙升，但是经过两年的充分博弈，由于新股的不断供给和投资者趋于理性，一些新股如朗玛信息和八菱科技甚至出现过发行失败。这一改革成果随着 2012 年 10 月 IPO 暂停而消弭，却足以证明市场机制的有效性。

投资者不加分别地申购新股，可能也加剧了财务造假的风险。发行人为了达到向公众销售股票的目的，重点并不在于面对投资者的挑肥拣瘦——他们此时为了博取新股的巨大差价已经饥不择食，而是如何过审核这一关。尽管中国证监会将 IPO 注册制列为最重要的改革任务，但是它却与以往的任何一个时段一样承担着为投资者进行价值判断的责任，从而也是在为发行人背书。市场化改革的一个基本方针是市场主体归位尽责，买卖双方都为自己的行为负责任。现实却是买方和卖方都不尽责，一切的责任最后落到监管者身上，那么自然地，监管者也不会放下手中的权力。

IPO 已经是一种相对简单的市场机制，但是如果没有长期的跟踪，要理解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我在上面提到的一些基本矛盾可能也有些困难。这里没有丝毫贬低读者的意思，因为作为一名一线的财经记者，我经常发现有名望的学者在论及 IPO 的问题时也会犯错误——这无关学养，仅仅是因为市场变化太快。如今的 A 股市场在深度和广度上都已经今非昔比，不借助专业人士，我们恐怕很难对其形成正确的认识。这也是我推荐这本书的另一个立足点。

我因为工作关系认识两位作者，他们也都是我很好的采访对象。王骥跃的工作是在投行内部对项目把关，这个岗位让他熟悉企业、市场和监管。班妮有境内外的投行从业经验，也是业内小有所成的笔杆子。通过他们，我不但能保持市场新闻的更新，也加深了对市场的理解。有别于“高大全”和“纯批判”的语境，更不是耸人听闻的八卦演义，这本书从市场运行的事实和逻辑出发，采撷十年来的典型案例，既有宏观架构，也有微观层面的细致展开。在许多细节上，读者可能还会有拍案惊奇的发现，谁说严肃作品就没有阅读乐趣？

对于市场建设，不同的价值取向会有不同的观点。但最起码，建立在事实基础上的讨论才有意义。作为市场参与者，专业人士群体当然有自己的利益取向。但是如果不信任专业人士，我们又何从了解市场？这就好比医生和患者之间需要信任一样。既然这是一本从事实出发的书，作者的观点当然也是可以证伪的。我相信，在浮躁而焦点混乱的 A 股舆论场中，这本书会更有价值。

蒋飞　财新传媒高级记者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

引子

为什么是 IPO 十年

在经历了 21 世纪最长的一次 IPO 暂停后，中国股市在 2014 年 1 月迎来了新股发行的重新启动。证监会的核准批文于 2013 年 12 月 30 日深夜开始发出，接下来的两天中，有 11 家企业拿到了发行批文。马年将至，2014 年 1 月 8 日，第一批发行的两只新股——新宝股份（002705）、我武生物（300357）立即开始启动申购，“快马加鞭”，“马上上市”。

十年之前的 2004 年，也发生了类似的一幕。早就通过了发审会的柳州两面针股份有限公司，在 2004 年元旦前拿到了发行批文，于 2004 年 1 月 2 日启动了新股申购，正式发行。

2004 年与 2014 年，相隔十年，相似的不仅是企业翘首以盼发行批文，拿到批文后迫不及待地启动发行，还有更多背后的故事在轮回发生。

这些年来，媒体和公众对企业上市的关注远远大于对上市公司再融资和并购的关注。尽管从 2013 年起，由于新股发行节奏受监管机构控制的缘故，中国资本市场的关注重心已经从 IPO 转向并购重组，但在 2004 ~ 2014 年这十年，A 股市场上投资银行的核心业务仍然是 IPO 项目。在未来的 A 股证券市场，由于市场需要新鲜的活水，层出不穷的创业创新企业也有登陆资本市场的需求，IPO 对创业投资者的财富效应和对二级市场投资者的吸引力依然强大，IPO 作为资本市场的热点依然会是一个长期存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同为投行圈中人，本书的两位作者经常会一起探讨中国资本市场许多问题的现状和成因，也会期望甚至大胆预测中国资本市场的未来。

在这个过程中，我们经常看到媒体和普通投资者对中国的资本市场有着若干不同程度的误读，例如：

（1）IPO 就是企业圈钱；

（2）IPO 是股市下跌的罪魁祸首；

（3）中国的 IPO 大都是造假上市；

（4）IPO 让许多人一夜暴富；

（5）投资银行贪得无厌，和发行人一起推高发行价是散户亏损的重要原因；

（6）机构投资者与发行人勾结，报价不负责任；

（7）发审委的委员水平有限，在审核 IPO 时都是黑箱操作；

（8）优质公司都去海外上市了，留给 A 股市场的都是劣质公司；

（9）A 股长期熊市、垃圾股横行都是审核制惹的祸，到注册制就没这么多垃圾股了；

（10）“大小非”成本很低，全流通上市会洗劫 A 股投资者；

……

为了澄清种种不正确或者有失偏颇的观点，解答公众对企业上市融资中出现的种种问题和现象的疑惑，我们决定以投行业内人士的视角来记录 2004 ~ 2014 年中国企业上市的真实案例，以及中国证券市场 IPO 政策的演变过程，从而见证并解读这意义非同寻常的十年。

时，势，运，成就了不同企业在资本市场上的不同结局。通过对十年间 60 余个 IPO 案例本身的分析和进一步的延伸讨论，我们想展现企业、监管机构、中介机构以及投资者等市场参与各方之间的角力，以及他们与一个时代的惯性所做的角力——企业上市的过程是一场多方博弈。

这 60 余个案例的选择并不是在各年间平均分布的，有些年份的故事特别多，有些年份几乎没有故事发生，导致本书的 11 个主要章节长短不一。这也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

客观反映了中国资本市场 IPO 发行的起起伏伏：时而爆发式上市，时而陷入低迷，甚至完全停滞。

其中有些故事超出了 IPO 本身的范畴，而是对一些上市后有“特别经历”的企业进行了“追踪报道”，因为这些企业后续发展的过程也见证了 A 股十年发展的波澜壮阔与丰富精彩。

通过这些案例，我们分析、揭示甚至拷问运行了这些年的中国式 IPO，能不能助力企业发展，能不能倡导价值投资，能不能在不久的未来与成熟市场看齐。

在观察十年间中国企业 IPO 历程的同时，我们也梳理了这期间中国资本市场制度建设的情况：保荐制的确立及发展，发审委制度的建立，询价制的演变，中小板、创业板的开板，新股发行体制改革的进程，以及 IPO 发行从审核制到注册制的逐步摸索。这十年间，监管机构对中国资本市场的制度建设有很多探索、尝试甚至反复，这些都与宏观经济形势、中国资本市场的发展阶段、中国社会的法治环境、投资者结构、投资者长期以来形成的惯性心态等密不可分。

深受十年 IPO 发展变化影响的还有从事 IPO 保荐与承销业务的中国投资银行从业人员。2004 年保荐制度的确立，让一批老一代的中国投行人离开了这个行业；经历了十年保荐制后，由于市场发生着重大变化，又一批中国投行人也逐渐离开了这个行业，那些没有离开的，大多在痛苦地寻找着转型之路。随着监管思路的转型和 IPO 注册制的推进，随着证券市场改革的加速及市场本身的深化发展，我们甚至大胆预测，有一批习惯了审核导向思维和传统 IPO 项目运作机制的投行人可能会在未来遭遇集体淘汰。

站在今天这个时点回望，过去的这十年是中国经济体量、结构以及发展模式发生巨变的十年，是资本市场制度建设朝着规范化、制度化、市场化迈进的十年，是中国企业家和创业投资者被逐渐普及了资本运作意识的十年，是中国 A 股投资者经历超级牛熊周期磨砺开始走向成熟的十年，也是中国的投行从业人员成为一个具有鲜明特征职业群体的十年。因此，我们有必要深度审视一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下这十年中国企业的IPO历程，并思索、寻找中国资本市场未来前进的道路。

声明：本书的写作参考素材主要来源于证监会、证券交易所公布的公开信息披露资料；同时，为了使每个案例的内容和背景故事更加翔实，我们也引用了一些相关案例的媒体报道以及业内外的舆论点评，并在文中注明了出处。上述内容共同构成了这十年间IPO的“传言与真相”，文中引用的报道、评论观点、市场传言不代表作者的立场，亦未经核实，仅为反映案例发生时的真实舆论环境，请读者谨慎采纳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

推荐序　市场的记忆
引子　为什么是 IPO 十年

第 1 章　2004 年 十年轮回的起点 / 1

两面针
2 / 2004 年第一只新股
凤竹纺织
8 / 推动资本市场制度改革的小公司
资本市场制度建设
发审委制度简介 / 13

宁波东睦
16 / 第一家外资控股上市公司
江苏琼花
25 / 带病上市，十年方上正轨
资本市场制度建设
中小企业板开板：一个计划外的孩子 / 21

苏宁电器
33 / 借力资本市场腾飞
资本市场制度建设
保荐制度（一）：保荐制起航 / 38
资本市场制度建设
IPO 询价制度（一）：询价制的预备 / 39

第 2 章　2005 年 大刀阔斧改革年 / 43

包头铝业
48 / 上市后“寿命最短”的企业
晶源电子
56 / 一次绝妙的卖壳新法
资本市场制度建设
股权分置改革：中国证券市场上目前最成功的一次改革 / 44

江苏三友
62 / 实际控制人变更的一桩悬案
资本市场制度建设
IPO 询价制度（二）：试水询价制 / 68
资本市场制度建设
保荐制度（二）：保荐制入法 / 71

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 3 章 2006 年
IPO 审核规范化 / 73

工商银行
79 / 航母级公司驾临 A 股

中国国航
87 / 从破发到 9 倍

资本市场制度建设
《首发办法》明确规范 IPO 审核标准 / 74

东华合创、众和股份
90 / 龟兔赛跑式的命运捉弄

南岭民爆
94 / 2 分钱的代价

资本市场制度建设
保荐制度（三）：保荐制规范化 / 100

第 4 章 2007 年
历史顶点的到来 / 103

中信银行
104 / 万亿打新资金会否抽血股市

宏达经编、中核钛白
109 / 疯狂的上市首日涨幅

怡亚通
114 / 另类公司登陆 A 股市场

绿大地
119 / 中小板造假第一股

中国石油
128 / 见证 A 股癫狂的落幕

太平洋证券
136 / 独一无二上市路

第 5 章 2008 年
熊市逼停新股发行 / 143

紫金矿业
144 / 面值 0.1 元

烟台氨纶
152 / 扯不清的历史遗留问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

立立电子
161 / 无冕之王碾碎上市梦想

大东南
168 / 三次上会，终圆上市梦

第 6 章 2009 年 市场化发行起步 / 173

桂林三金
174 / 发行价格管制放开

资本市场制度建设
IPO 询价制度（三）：放开新股定价管制 / 179

神州泰岳、机器人
186 / 被中小板拒绝的创业板明星

资本市场制度建设
创业板开板：十年磨一剑，落地快速成长 / 182

探路者
194 / 服装企业如何登上创业板

阳普医疗、金龙机电
196 / 破百的发行市盈率如何炼成

华谊兄弟
200 / 影视公司如何玩转资本市场

第 7 章 2010 年 新股发行的盛宴 / 205

蓝色光标
206 / 创业板重组专业户

汉王科技
210 / 一场官司带来的八个亿

碧水源
214 / “耐克型”成长曲线

海普瑞
216 / 造富神话与质疑

宁波 GQY
223 / 这个名字有点怪

苏州恒久
227 / 专利失效引发的血案

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高德红外
230 / 意外的二次发行

超日太阳
235 / 行业兴衰与企业命运

胜景山河
239 / 一步之遥，天堂地狱

资本市场制度建设
保荐制度（四）：保荐制缺陷及争议 / 244

二重重装
247 / 福岛核事故引发央企退市

农业银行
249 / A 股织布机

资本市场制度建设
IPO 询价制度（四）：监管预期与市场力量的博弈 / 254

第 8 章　2011 年 市场调节显成效 / 257

八菱科技
258 / 市场不相信眼泪

华锐风电
263 / 史上最惨痛的打新记忆

庞大集团、比亚迪
267 / 同行业公司，发行不同命

双星新材
273 / 新华保险自酿苦酒

万福生科
276 / IPO 造假产业链

第 9 章　2012 年 市场化之路中断 / 289

天能科技
293 / 预披露新政狙击造假上市

资本市场制度建设
惊天一问：IPO 不审行不行 / 290

海达股份
298 / 发行新规引起中止发行

洛阳钼业、浙江世宝
302 / 限价发行遭遇市场检验

资本市场制度建设
IPO 询价制度（五）：重回新股定价管制时代 / 306

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

慈星股份
309 / 猝死的保代

新大地
314 / IPO 造假何时休

第 10 章 2013 年 没有 IPO 的一年 / 321

322 / 财务核查风暴

327 / 艰难转型的中国投行

资本市场制度建设
年终改革：暗藏风险的 IPO 重启 / 331

第 11 章 2014 年 监管与市场博弈 / 335

奥赛康
336 / 被紧急叫停的 IPO

众信旅游
341 / “价低者得” 的发行逻辑

我武生物
346 / 自主配售权的橘枳之变

资本市场制度建设
IPO 询价制度（六）：询价变成解方程 / 351

兰石重装、中科曙光
353 / 连续涨停哪家强

京东商城、阿里巴巴
357 / 好企业都去海外上市?

资本市场制度建设
保荐制度（五）：制度红利消失 / 362

资本市场制度建设
投石问路注册制 / 364

结语 敢问路在何方 / 369

后记 / 375

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

妄想 浮与沉

第1章 2004年

十年轮回的起点

2004年是中国资本市场制度建设过程中重要的一年。在这一年，中小板开板，多层次资本市场建设由此起步；中国证监会推出了保荐制度，对规范A股企业上市、防范投资风险发挥了重要作用，但也在接下来十年的实施过程中引起了不少争议和问题；新股发行定价改革——询价制改革在2004年酝酿并推出试点方案，虽然导致了21世纪的第一次新股停发，却是A股市场走向市场化发行的关键一步。以上的各项制度建设影响巨大，奠定了未来十年我国证券市场发展的重要基础：之后十年证券市场的制度发展和政策演变，大多只是在2004年相关制度基础上的修补和完善。

换一个视角，如果我们站在2015年审视当下中国资本市场的若干问题，包括发行限价指导、发行审核时间过长、发审制度受到质疑、IPO募集资金规模和投向的设计存在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

问题、上市后企业反而走下坡路等，我们会发现虽然经历了十年制度和实践的探索，目前存在的种种问题与十年前何其相似，有种轮回之感。或者可以说，十年的时间过去了，中国资本市场一些深层次的问题和矛盾，虽然建立了一系列制度规范，但至今尚未找到很好的解决方案。要了解中国资本市场种种沉疴痼疾的成因，我们可以从分析制度建设初期 2004 年的这些案例说起。

两面针
2004 年第一只新股

六年前的"募投项目"

2004 年发行上市的第一只股票是大家耳熟能详的民族品牌"两面针"。公司在元旦前拿到了发行批文，于 2003 年年底启动了公开招股的发行程序。根据当时信息披露的要求，公司的招股说明书及附录在法定媒体上进行了公告。

有意思的是，两面针的招股说明书附录与其他公司迥然不同。344 页的招股说明书附录，除了监管机构要求必须披露的审计报告之外，公司以长达 299 页的篇幅详细披露了募集资金投资项目（"募投项目"）的可行性分析。这实在是一件不寻常的事。

不妨来研究一下两面针上市融资到底要投资什么项目，以下是两面针 IPO 募投项目的列表：

序号	项目名称	项目批文
1	新型抗菌剂的开发及应用项目	国家经贸委国经贸技［1998］345 号文 广西区经贸委桂经贸字［1998］562 号文
2	引进牙膏生产灌包装设备技术改造项目	广西区经贸委桂经贸字［1998］175 号文
3	高级卫生用纸系列技术改造项目	广西区经贸委桂经贸字［1998］517 号文 广西区经贸委桂经贸字［1998］445 号文
4	生产高级洗涤用品技术改造项目	广西区经贸委桂经贸字［1998］518 号文
5	合资生产全塑复合管牙膏项目	广西区经贸委桂经贸字［2001］625 号文
6	松香类产品深加工项目	广西区经贸委桂经贸字［2001］200 号文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续）

序号	项目名称	项目批文
7	超临界 CO_2 流体萃取技术开发应用项目	广西区经贸委桂经贸字［2001］199号文
8	市场营销系统技改项目	广西区经贸委桂经贸字［2001］603号文
9	科技开发投入	广西区经贸委桂经贸字［2001］602号文
10	补充流动资金	

两面针上市融资共安排了10个募投项目，但除去最后一个补充流动资金项目，9个需要投资建设的项目中，有4个项目是6年前的1998年进行可研分析并获批的项目，有5个项目是3年前的2001年进行可研分析并获批的项目。世易时移，多年前进行论证分析的募投项目是否现在还适合投资建设？这必然是两面针上市审核过程中的一个重点问题。也难怪公司要以大量篇幅来解释这些项目的可行性和合理性，并专门在招股说明书附录中公告。

两面针在招股说明书中解释说："在最初立项时，考虑到无论采取什么样的筹集方式筹集前述11个拟投资项目所需的资金[⊖]，都可能需要一段较长的时间。因此，在原投资方案规划中，对项目立项所需要的经济环境（如国家的宏观经济状况、柳州市的工业经济环境、柳州市的劳动工资率等）、所选生产设备的档次、所采用工艺技术的先进性、发行人的管理力量等条件都给予了充分的前瞻性考虑，到目前为止，上述条件仍基本符合原投资方案中的要求，并没有发生重大变化。"

在日新月异的家化领域，两面针管理层的前瞻性显得十分"强大"，1998年的可行性研究报告到了2003年年底还没有过时，可以推进实施。但在招股说明书特别风险提示部分，却写着"由于日用化工行业进入门槛相对较低，市场化程度较高，尤其近年来外资企业的大量涌入，造成行业内部市场竞争加剧"。显然，管理层也非常清楚，近年来行业形势发生了深刻的变化，1998年论证的募投项目到了2004年再实施很可能有较大风险。

既然如此，为何两面针还采用6年前论证分析的项目来做IPO募集资金投向呢？合理的解释可能是以下两种原因共同构成。

⊖ 实际只有10个项目，但招股说明书原文如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一是日化行业的国有品牌已开始走下坡路，两面针这些年来没找到更好的新投资方向，在没实现 IPO 融资前公司并不乐意以自有资金先投资原有的投资项目。

两面针招股说明书披露，根据中国牙膏工业协会 1999 ～ 2001 年的统计数据，内资牙膏生产企业各年销售量和销售额占中国牙膏工业协会统计总量的比重呈连年下降趋势，销售量占比从 1999 年的 76.79% 下降到 2001 年的 65.55%，销售额占比从 1999 年的 69.47% 下降到 2001 年的 45.65%。

两面针作为我国内资牙膏产品的主要生产企业之一，其 2000 ～ 2002 年的市场占有率按自然支计算分别为 11.66%、14.22% 和 16.3%，虽然保持着较为稳定的市场占有率，但仍低于公司近十年（2002 年之前十年）的平均市场占有率水平。

而按支计算市场占有率的提高，两面针也是有个小算盘的：两面针的牙膏分普通牙膏和旅游牙膏两类，普通牙膏是 50 ～ 180 克 / 支，而旅游牙膏是 3 ～ 8 克 / 支，2000 ～ 2002 年两面针的旅游牙膏销量增速明显（2000 ～ 2002 年分别为 7330.64 万支、15 481.68 万支、23 880.24 万支），而普通牙膏销量却增长有限甚至在 2002 年出现下降（2000 ～ 2002 年分别为 24 341.9 万支、27 147.76 万支和 26 475.21 万支），也就是说，两面针牙膏销售数量的增长主要来自净含量非常小的旅游牙膏市场。

由此可见，两面针经营上并不十分理想，在日化领域也没有需迫切投资的好方向，之前已经编制的可行性研究报告就接着用了。

二是证监会对 IPO 的审核周期太长。

2004 年以前中国还没有 IPO 信息预披露制度，因此企业的具体申请上市时间较难考证。但从各种细节来看，两面针应该是在 1999 年启动了 IPO 事项，于 2001 年进行了申报，并在 2002 年下半年就通过了证监会股票发行审核委员会（“发审委”）审核。

根据公司招股说明书的披露，两面针在 1999 年 7 月 10 日召开了修改公司章程的临时股东大会，为上市做公司治理结构上的调整准备。因此，可以确认 1999 年 7 月两面针即已实质性启动了 IPO 事项。

柳州两面针股份有限公司前身是 1980 年建厂的全民所有制企业，1993 年就进行了股份制改造。因为存在职工持股会持股和发行的内部职工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股不够规范等原因，两面针的上市计划并不顺利。2001年4月12日，广西壮族自治区政府以桂政函［2001］55号文确认公司对过去的不规范行为均已按照有关法律法规予以纠正，上市的实质性障碍才得到排除，标志着两面针正式走上了申请上市的道路。

拿到上述政府批文后，两面针召开了2000年度股东大会，审议募集资金投资项目，并再次修改了公司章程。招股说明书中所列的2001年拿到批文的4个项目，就是在这次股东大会上讨论通过，并成为募集资金投资项目的。

到了2002年10月，公司又召开了一次董事会，审议通过了对IPO募投项目的补充论证。之所以召开这次补充论证募投项目的董事会，应当是证监会发行部在审核公司IPO申请的过程中，觉得募投项目可研报告成文的时间过于久远，要求两面针重新论证。这次论证后，两面针就很快通过了发审委的审核。

以陈旧的募投项目作为IPO融资的资金投向，并不是十年前的特例。2014年第一只新股新宝股份的4个募集资金投资项目，也都是在2011年制作的可行性研究报告，并拿到了有关政府部门的备案或审批文件。

在2004～2014这十年当中，由于证监会出于各种原因暂停IPO审核和发行，致使中国的IPO审核周期存在严重不确定性。因此，拿着多年前的项目来上市募集资金的公司比比皆是，两面针只是其中一个案例罢了。

实际上，在中国企业上市的招股说明书当中，“募集资金运用”这一章节本来就很特殊。在新股发行实质审核的制度下，中国证监会要对募集资金运用的可行性进行实质性审查，而募投项目的可行性报告更是要先经政府有关部门备案或审批才能够作为IPO募集资金运用的依据。以两面针为例，除去补充流动资金，9个募投项目的可行性分析报告近300页，单是制作这些报告就要花费大量的时间、金钱和人力投入，而这仅仅是为了完成招股说明书中的一个章节而已。

由于IPO的审核导向以及部分企业的圈钱心态，本来应该是根据企业发展战略和经营需要来制定的投资项目和投资方向，很多时候异化为纯粹满足上市审核要求和融资金额需求“凑”出来的募投项目。所以可行性分析报告过时了又怎样？只要能够满足审核要求就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发行排队中的意外因素

在2002年IPO申请通过发审会后，两面针自然不会再调整募投项目了，否则还得重新上一次发审会。只是公司怎么也不会想到，在过会后竟然又等了一年，到2003年年底才拿到IPO发行批文。这背后有些特殊的原因。

原因一：长江电力上市

2003年的前三个季度，一共有56家公司公告招股说明书启动发行工作（其中恒生电子和富通昭和因故暂停发行），平均每个月发行超过6家，个别月份发行家数还超过10家。但这56家公司募集资金量都不大，因为当年中国资本市场的重点任务是保障长江电力上市成功。

长江电力2002年才成立，2003年就要上市，招股说明书上只披露了两年的资产负债表，利润表都是模拟出来的。当年三峡工程正值建设的关键时期，迫切需要融资，长江电力承担了三峡总公司的部分融资功能，因此长江电力上市是个政治任务。

当年证监会正在酝酿出台规范首次公开发行股票的新办法[㊀]，准备2004年1月1日实施。如果长江电力2003年上不了市，根据即将出台的新规范政策，长江电力就不符合IPO发行条件了，进而整个三峡电站的建设也会受到影响。

为了长江电力的成功上市，据说当时证监会发行部的副处长楼坚还曾亲自到长江电力指导上市工作。上市后，楼坚成为长江电力的董事会秘书，这是后话。

长江电力共发行23.26亿股，拟募集资金100亿元，这在2003年的中国证券市场算是超级大盘股了。2003年10月28日，长江电力公告了招股说明书，启动发行程序，当天上海证券交易所的总成交量只有67.9亿元，在之前数月内成交量只有10月22日超过了100亿元。在当时的情况下，募集100亿资金对市场的影响是巨大的，中国证监会必须要考虑长江电力上市对市场的影响。

于是，在2003年9月18日置信电气IPO发行后，新股发行节奏从每

㊀《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》(证监发行字［2003］116号)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

周两三只骤降为每周1只。10月只安排了上海电力、华光股份、杭萧钢构3只新股发行，而在杭萧钢构发行后，给长江电力的上市留了整整12天的空档期。长江电力于11月5日顺利发行，并于11月18日成功上市。

重量级公司的发行影响正常发行节奏这件事，在中国证券市场很常见。在长江电力之后，2006年工商银行A+H股同时IPO发行，当年从10月11日直到10月27日工行上市的两周期间，都没有安排新股发行，直到申购工行IPO的资金解冻，才有了下一只新股的发行，而当年正常的发行节奏是每周5～8家；2007年股市最疯狂时，中国神华的IPO也影响了后续的新股发行；而到了中国石油IPO时，因为看到之前同等规模的中国神华IPO对市场几乎没有冲击，也就没有再控制发行节奏。

由于长江电力发行导致的新股发行节奏放缓，原本计划在2003年下半年完成发行的两面针发行计划被延期至2004年。

原因二：国祥股份发行

证监会核准两面针IPO的批文号是证监发行字［2003］136号文，而核准国祥股份IPO的批文号是证监发行字［2003］144号文，也就是说，两面针的发行批文是早于国祥股份签发的，但国祥股份却在2003年年底先于两面针登陆A股市场了。

为了支持台商在大陆发展，在经济上让两岸联系更加紧密，2003年9月24日，国务院台湾事务办公室在京举行例行记者会。国台办发言人李维一在回答记者的提问时说："祖国大陆在2001年年底允许台资企业在大陆发行A股并上市，一些台资企业也希望借此方式筹资扩大生产。近日，台商投资的浙江国祥制冷股份有限公司（国祥股份）已获准发行A股股票，并将挂牌上市。"

长江电力成功发行上市后，2003年证监会发行部的重要工作已经完成。眼看快到12月了，受长江电力发行影响，放缓的新股发行节奏导致已经过会的国祥股份可能赶不上2003年上市了。为了两岸关系的良好发展，证监会安排国祥股份优先发行，并于2003年12月30日成功挂牌上市，成为中国A股市场第一只台资上市公司股票。

不过，"插队"上市的国祥股份，2004年业绩即出现大幅下滑，2005年就出现亏损，在2006年完成股改当年靠非经常性损益勉强实现盈利后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2007 ~ 2008 年连续两年亏损，走到了退市边缘，2009 年成为了 *ST 公司。

在屡屡传出被借壳的传闻后，2009 年 6 月，国祥股份当时的实际控制人陈天麟将持有的国祥股份股权转让给了华夏幸福基业股份有限公司，当年的台资上市第一股只落得个卖壳的下场。随着之后一系列重大资产重组的完成，上市公司更名为华夏幸福，成了一家房地产公司。无独有偶，一年以后登陆 A 股市场的中小板第一只台资上市公司成霖股份也因连年亏损被 ST 之后，最终走上了卖壳的道路。

被各种因素延迟的两面针最终在 2003 年年底拿到了批文，并成为 2004 年第一只发行的新股。但上市 3 年后，两面针发布的 2006 年年度报告即披露两面针以前年度财务报告存在重大差错，做出了两项重大会计差错更正，共计减少 2005 年年初未分配利润 2.2 亿元。而根据两面针 2004 年度报告，公司 2002 ~ 2004 年累计 3 年的净利润也只不过 1.33 亿元。也就是说，两面针其实可能已经连续多年亏损，涉嫌造假上市。2004 年第一只新股就有造假上市的嫌疑，之后的十年间，中国的资本市场一直被笼罩在新股造假上市的阴云中。

凤竹纺织
推动资本市场制度改革的小公司

招股书法律效力受质疑

福建凤竹纺织科技股份有限公司于 2004 年 4 月 21 日上市，股票代码 600493，股票简称“凤竹纺织”。自上市后的 10 年时间里，除了在 2009 年发行过 1 亿元的短期融资券外，没有在资本市场做过任何其他再融资：没增发过股票，没发过债券，没做过重大资产重组。公司利润规模随着行业波动而波动，近年来依靠非经常性损益[1]勉强保壳；股东人数常年在 2 万人上下，2014 年底前没有机构股东入驻，在 A 股市场属于几乎没人关注的小公司。

[1] 非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但就是这样一家默默无闻的小公司，却在当年推动了《公司法》条文的修订和中国证监会发审委工作细则的修改。

在通过发审委审核一年多之后，凤竹纺织终于拿到证监会批文，启动了上市发行工作。2004年2月6日，凤竹纺织在法定信息披露的媒体上刊登了发行新股的招股说明书。当天，一位来自上海的投资者致电《中国经济时报》，提出质疑："福建凤竹纺织科技股份有限公司第一届董事会全体董事超期任职，所签署的招股说明书是否具备法律效力？"

根据当时我国《公司法》第一百一十五条规定："董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过三年。"

凤竹纺织第一届董事会任期到2003年12月19日已经届满，之后没有改选新一届董事会。但凤竹纺织招股说明书（最终封卷稿）签署日期为2004年2月1日，这就意味着在凤竹纺织董事会全体成员在任期届满的情况下超期服役，签署了本来应该由公司第二届董事会全体成员签署的招股说明书。

《中国经济时报》在接到投资者电话当天就此事询问时任凤竹纺织董事会秘书的林宇，林宇对记者的回答是："我承认公司第一届董事会是已经超期了，我们准备等待公司股票上市后对董事会进行改选。但是，我不认为我们违反了《公司法》，如果我们违反了《公司法》，中国证监会怎么会核准我们发行股票呢？"

之后，《中国经济时报》又采访了几位法律专家，于2月9日刊登了《凤竹纺织招股书法律效力受质疑》一文，引述律师的意见认为："拟发行、上市的股份有限公司董事会届满不依照法定程序改选新一届董事会，却以上一届董事会取代新一届董事会履行职权，对外签署招股说明书公开向社会募集资金，其行为是违法、无效的。"

于是中国证监会叫停了凤竹纺织IPO发行，公司于原定发行日2月11日当天发出公告："我公司于2004年2月6日刊登了发行新股的招股说明书。在路演过程中，有投资者对本公司董事会董事任满三年后未及时换届提出疑问。本着对投资者负责的态度，我公司决定暂缓发行。对由此给投资者带来的不便，表示歉意。"

公告即出，引起市场一片哗然。学界、实务界及官方人士都开始关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

董事会超期任职的事情。

这个问题之所以会出现，也与中国新股发行审核的节奏有关。凤竹纺织是 2002 年 12 月通过证监会发审委审核的，原本计划在 2003 年下半年就完成发行了，但如前文所述，受长江电力发行放缓新股发行节奏和国祥股份插队发行影响，凤竹纺织的批文到 2004 年年初才下发。

在通过发审委审核并完成封卷后，大约凤竹纺织的管理层就等着发行了，完全忘记了董事会即将到期这码事；而 2004 年给批文的时候，证监会发行部的审核员也仅关注了凤竹纺织更新的 2003 年年报有没有重大问题，没想到董事会已超期服役。

2004 年 3 月 23 日，凤竹纺织召开 2003 年度股东大会，选举产生了新一届董事会和监事会，随后全体董事重新签署了《首次公开发行股票招股说明书》。经证监会同意后重新启动发行工作，并于 2004 年 4 月 6 日成功发行股票。

2004 年正值全国人大对《公司法》进行修订完善，由于凤竹纺织暂停发行事件所引发的董事履行职权效力的问题被提起讨论。凤竹纺织的董事会超期服役可能是无意为之，但法律确实有必要对此事予以规范。

于是 2005 年全国人大通过的《公司法》第四十六条中规定：“董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过三年。董事任期届满，**连选可以连任。**”之后又增加了一个新条款：**“董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。”**《公司法》因凤竹纺织暂停发行事件得以补充完善。

王小石案件与发审委

2004 年对于凤竹纺织注定是不平常的一年，年初在喜庆准备发行新股的时候被媒体曝出违规被迫暂缓发行，拖了一个多月重新选举董事会后才上市成功。而上市仅仅半年后，《21 世纪经济报道》于 2004 年 11 月 13 日刊发《传证监会发行部一官员被检察机关带走配合调查》一文，报道了时任证监会发行部发审委工作处助理调研员的王小石被检察机关带走的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

消息。

由于王小石身份特殊，与掌握公司发行上市生杀大权的发审委有关联，该消息在资本市场圈里迅速传播。几天之后，凤竹纺织的名字就在媒体报道中与王小石案牵连在了一起——有报道称王小石因涉嫌向凤竹纺织出售发审会委员名单而落马。

从1999年开始，我国股票发行由行政审批制发展到核准制。股票发行必须经由证监会发审委审核通过，俗称“过会”。发审委是企业能否发行股票的关键，掌握着拟上市公司生死予夺的权力。当然，也就造就了利用权力寻租的机会。

在2003年年底之前，由哪个发审委员出席发审会是不公开的，当时的理由就是担心申请上市的公司提前知道委员是谁的话，有可能会拉拢贿赂发审委员。但也正是因为涉及巨额的上市融资，拟上市公司使出浑身解数也要想办法弄到决定其生死的那些人的名单。

据说有些拟上市公司采用了跟踪的办法。彼时一次发审会只审核一家公司的发行申请，临近开发审会的时间就会通知公司报材料。公司派人事先做好功课，搞清楚所有发审委员各自住在哪里；在报了上会申请材料后就一直守在证监会发行部发审委工作处门口，发现自家材料要被送给发审委员时，就派车跟着发审委工作处的工作人员；车停到哪儿就意味着材料送到哪儿，再对照之前已经做的功课，就知道是谁来审核了。

也有些拟上市公司是通过“专业人士”来做工作，“专业人士”们通过在发审委工作处的内线，直接就可以拿到参与发审会的人员名单。名单既然是保密的，泄露名单就是有风险的事情，公司自然要花一笔大价钱。

2002年在证监会发行部发审委工作处任职的王小石（坊间传闻是副处长，实际职务是助理调研员，级别上相当于副处级），由在东北证券任职的林碧牵线，收受了凤竹纺织的贿赂。凤竹纺织一共给了林碧140万元，林碧给了王小石72.6万。

2002年年底，凤竹纺织通过发审会审核。2003年，林碧与其前妻张红离婚，但因为林碧未根据离婚协议向张红支付分手费，了解林碧与王小石收钱事件内情的张红就向有关部门举报了林碧和王小石。2004年11月4日，王小石被捕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

根据后来的法院判决书，王小石受贿后帮助凤竹纺织私下约见了证监会发行部审核二处的副处长和一处的预审员，一起吃了顿饭。吃顿饭能值72.6万？当年的媒体报道和坊间传闻称，王小石是利用职务之便向凤竹纺织提供了发审委员名单。

安排出席发审会的发审委员是王小石的本职工作，“卖名单”自然成为可能的发财之道。甚至还有所谓“知情人士”透露，王小石每出售一份发审委委员名单，价钱在二三十万元。在职期间，王小石向众多企业出售了这样的名单。这是国内第一次将“潜规则”中具体的价码摊开来。

王小石案曝出之后，立刻引发了媒体的全方位报道以及对发审委制度的反思和批判，中国证监会的权威性、公正性和信誉度因此受到前所未有的严峻考验。一份名单就值几十万，那么名单上那些人值多少钱？发审委真的能替投资者把关上市公司质量吗？这些问题十年前被提出来，十年间不断被提出来，直到2012年年初，时任证监会主席的郭树清也发出“IPO能不能不审”的提问，足见发审委制度在中国资本市场IPO发行中的重要地位。

不过，在王小石案曝出前夕，证监会于2003年12月11日在其官方网站上发布了《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会工作细则》（证监发［2003］88号），文件第一条第五款称“发行监管部在将会议通知及审核材料送达参会委员后，应当将发审委会议审核的发行人名单、发行人承诺函、会议时间和参会委员名单在中国证券监督管理委员会网站上公布。”

紧接着，2003年12月25日，证监会网站公告了TCL集团股份有限公司首次发行股票以及京东方科技集团股份有限公司定向发行B股的参会发审委员名单。这是证监会第一次提前公布了出席发审会的委员名单，出卖发审会委员名单的事情将不会再发生。

尽管王小石是这项证监会审核透明化改革措施出台后近一年，也即2004年11月4日被羁押的，但根据媒体报道，王小石是2003年被举报的，涉案公司就是凤竹纺织。

根据北京市第一中级人民法院于2005年12月9日出具的判决书，王小石和林碧利用职务便利为凤竹纺织IPO谋取不正当利益，收受企业贿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赂，王小石因此构成受贿罪，受贿金额72.6万元，判处有期徒刑13年，并处没收个人财产人民币12万元；林碧因此构成受贿罪和介绍贿赂罪，受贿金额99.2万元，判处有期徒刑10年，并处没收个人财产人民币10万元。

值得一提的是，在法院的判决书中，没有提到媒体报道中的“卖名单”事项，没有牵涉到发审委，只是提到了王小石介绍风竹纺织和亚盛实业的老板与证监会发行部的副处长和预审员见面吃饭。

无论如何，风竹纺织这家默默无闻的公司，为中国证券审核透明化的制度完善做出了贡献。在2003年之后所有公开发行证券的审核，证监会均提前公告了出席发审会委员的名单。

资本市场制度建设
发审委制度简介

假如把证券发行上市的过程看作一个产品进入流通的检验过程，发审委对于公司的审核就是一个质检的过程，在质检通过后交由一级市场通过询价制度进行定价。

在一级市场完成定价发行后，再到二级市场挂牌上市流通。理论上在核准和询价两个环节拟上市公司都有可能出现发行失败的问题。但是，在中国证券市场高度管制的背景下，由于可供投资者选择的投资产品少，新发股票在一级市场总体上是供不应求的，一般不会因为发行定价问题而遭遇发行失败。也就是说发审委审核过后的公司便被投资者认定为是“合格产品”，这也表明了发审委在证券发行中的关键作用。因此发审委是证券市场上最敏感、最受关注也是最受争议的组织。

而发审委制度是明确写进法律中的。根据我国《证券法》的规定：“国务院证券监督管理机构设发行审核委员会，依法审核股票发行申请。发行审核委员会由国务院证券监督管理机构的专业人员和所聘请的该机构外的有关专家组成，以投票方式对股票发行申请进行表决，提出审核意见。”

从法律的规定来看，发审委只是一个专家委员会，为证监会的审核决定提供专业意见，证券发行最终的核准权专属于证监会。在实践中，如果发审委会议结果是审核通过，虽然绝大多数情况下证监会核准发行，但不是一定就能够拿到核准批文；但如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果发审委会议的结果是未通过，则证监会一定不会核准发行。

发审委通过召开发审委会议进行审核，委员以个人身份出席发审会，独立发表审核意见并行使表决权，以投票方式对股票发行申请进行表决，提出审核意见。发审委审核公开发行证券的参会委员为 7 人，表决投票时同意票数达到 5 票为通过，未达 5 票为未通过。证券发行经发审委同意通过后，证监会有权依据法定条件和程序做出核准或不予核准的决定。

新股发行要经过证监会批准，证监会给的这张批文意味着巨大财富的产生。在 20 世纪，新股发行要为国有企业解困服务；进入 21 世纪，虽然国企解困这种类型的上市已经基本不见了，但各地经济发展需要上市公司。一家新上市公司可以通过募投项目的建设增加当地 GDP，可以拉动就业，可以增加税收，用某市长的话说“企业上市就是股民给钱到咱这儿的企业花，这也是招商引资嘛”。更不用说在股权分置改革完成后，股票上市关乎多少人的身价财富问题。于是，证监会在审核过程中必然面临来自方方面面的压力。

这样一件重要的事，自然应当请有关专家来帮助把关，而不是证监会的工作人员说了算，这就是发审委的作用。但是，万一过会的企业将来上市出了问题，或者没过会的企业抱怨被错杀，发审委员们也要承担责任并承受巨大的舆论压力。

从历史沿革来看，发审委制度主要经历了以下三个阶段：1993 年 6 月至 1999 年 9 月，证监会内设审核程序阶段；1999 年 10 月至 2003 年 12 月，发审委条例阶段；2003 年 12 月至今，新发审委制度实施阶段。

1993 年，证监会决定成立股票发行审核委员会，作为证监会的内设机构，行使证监会赋予的职权，并根据复审结果对证监会发行部提出的预审意见进行认可或修改，出具复审意见书。内设审核程序阶段，分别组成了第一、第二和第三届发审委，每两年一届，每届 20 名委员。当时证监会虽然在内部设立了发审委，但对于这一机构的地位、性质和职权尚无法律规定，其成员完全由证监会工作人员担任。额度管理是一种计划经济的管理模式，行政色彩浓厚，能否从政府机关获得发行额度成为证券发行的关键所在。因而在这一阶段，发审委的作用也就显得无足重轻。

1999 年开始实施的《证券法》确立了证券发行监管的核准制，并且规定了发审委的地位、职权和人员组成。发审委作为发行审核表决机构的职能和地位得到法律的确定。证监会根据《证券法》的授权，于 1999 年经国务院批准发布了《股票发行审核委员会条例》，组成了第四届、第五届发审委，每两年一届，每届委员共 80 名。《股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票发行审核委员会条例》最重要的特点是，出于防止发行审核过程中寻租行为的初衷，规定了严格的保密制度。但是在实践中，对发审委委员身份和活动的保密反而诱发了可能出售委员名单等新的更严重的腐败行为，特别是证监会工作人员王小石受贿案，引发了对发审委乃至整个发行监管制度的反思。

为了实现对发审委委员的有效管理，2003年12月11日，证监会颁布《股票发行审核委员会暂行办法》和配套的《工作细则》，对发审委制度实施了重大改革，发审委实行了专职委员制度，把来自沪深交易所、会计师事务所、律师事务所和评估机构的委员确定为专职委员，在证监会机关设立专门办公场所，其他委员则作为兼职委员。新制度中，记名投票替代原有的无记名投票方式，当场封存备查，会议全程录音；委员上发审会之前要做足功课，并在工作底稿上提出有依据的审核意见，会议结束后，委员要在工作底稿上签字；若出现委员在发审会议上提出的审核意见与投票结果有明显差异的情况，证监会可以要求相关委员予以解释说明；若违法乱纪，视情节还要受到处罚等。新制度最引人注目的是：**“发行监管部在将会议通知及审核材料送达参会委员后，应当将发审委会议审核的发行人名单、发行人承诺函、会议时间和参会委员名单在中国证券监督管理委员会网站上公布。”**

2003年12月25日，证监会第一次提前公布了出席发审会的委员名单，发审会在一定程度上开始接受社会监督。

从2004年的第六届发审委开始，证监会逐步形成了稳定的遴选方法和界别结构，只在任职方式和不同界别的代表人数上有所微调；并且对于所有委员的名单及身份背景都予以公开。“发审委办法”实施以来，主板发审委委员人数确定为25名，其中证监会人员5名，其他人员20名；创业板发审委委员人数确定为35人，其中证监会人员5名，其他人员30名。

发审委委员总体来源上可以分为政府官员、中介机构专业人士、市场买方人士、上市公司代表和高校学者五大类。发审委作为履行着行政许可职能的机构，其成员主要是来自市场机构的专业人士。证券发行审核的内容是拟上市公司提交的招股说明书、法律意见书、审计报告等一系列文件。这些文件主要的制作者是承销商（保荐人）、律师、注册会计师和资产评估师，其中除了承销商外，后三类主体都是发审委专职委员的主要来源。从任职经历、职业经验和专业技能等角度来看，市场专业人士和高校专家学者比其他人更熟悉申请文件的审核工作，这是发审委委员专业性的体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

宁波东睦
第一家外资控股上市公司

为什么宁波东睦是第一家

2004年5月11日早上9点，一个西装革履的日本老人在众人注视之下缓缓走上上海证券交易所交易大厅的红毯，准备履行上市敲锣仪式。这一天是上海证券交易所历史性的一天，A股第一家外资控股上市公司宁波东睦新材料股份有限公司（宁波东睦）挂牌上市。在宁波东睦之前，外资参股的中外合资企业在A股上市已经比较常见，但外资控股（港、澳、台资除外）的A股上市公司从未出现过。

允许外资控股企业在国内直接上市一事，从2000年就开始流传。当时，知名的合资企业如联合利华、东亚银行、柯达等多家外国企业的境内合资公司均表示有意在A股上市。然而令人意外的是，证监会选择的外资控股的第一家A股上市公司竟然是宁波东睦，宁波东睦的第一大股东是日本睦特殊金属工业株式会社，这家公司总部位于东京町田市一座两三层高的小楼里，看起来非常不起眼，与联合利华等国际大牌公司相比，毫无知名度。

即使是宁波东睦这家公司本身，在国内也鲜有人知。公司的主营业务是设计、生产、销售各种粉末冶金制品，其中以铁基构件为主，少量生产销售铜基含油轴承及不锈钢零件。主要产品按销售去向分为汽车配件、摩托车配件、压缩机配件、电动工具配件四大类及一些其他配件。公司上市前的2003年度扣除非经常性损益后的净利润也就3000万出头一点。

宁波东睦在创造A股首家真正外资控股上市公司历史的同时，还创造了另一个历史：A股年龄最大的董事长。时任宁波东睦董事长的是小山星儿，小山老人出生于1905年7月，在公司上市时已经99岁高龄。几乎所有的这个年龄的老人都早已开始退休生活，过着儿孙绕膝的生活，而小山老人在89岁时设立宁波东睦，94岁时成为宁波市“荣誉市民”，99岁还亲自参加公司发行的网上路演并完成了上市敲钟仪式。完成上市梦想后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2004年7月，在小山董事长年满99周岁之后，他辞去了宁波东睦董事长的职务，正式退休了。2008年6月13日，即将年满103岁的小山星儿在东京去世，走完了他传奇的一生。

当时有舆论认为，中国证监会低调地选择了这样一家股东背景、公司自身业务都“默默无闻”的公司作为外资控股企业在A股上市的第一家，其态度可以理解，因为仅仅8个月前的2003年9月，另一家日资拟上市公司在中国大陆掀起了一场轩然大波。

2003年9月1日，杭州富通昭和光通信股份有限公司（富通昭和）刊登招股说明书，拟发行4000万股A股，预计募集资金1.85亿元，计划上市日期将恰巧安排在“9·18”之后。2003年是中国新一届政府上任的第一年，但从年初开始，日本制造“租借”钓鱼岛事件、首相小泉纯一郎参拜靖国神社，使得中国国内反日情绪逐渐高涨，中日关系“政冷经热”。当年8月8日，齐齐哈尔发生日军遗留化学武器毒气泄漏事件，再次引发国民对60年前那场战争的集体回忆。在这种情况下，在“9·18”这个敏感的时间前后安排带着日本侵华时期天皇年号“昭和”的一家日资公司发行上市，可以想象舆论的反应。

1926年，日本皇太子裕仁登基，年号“昭和”，尽管年号中包含和平的含义，但日本却很快地走上了军事扩张之路。昭和天皇在位期间，日本军国主义发动了对中国在内的亚洲国家的长期侵略战争。昭和时代前20年，对于中国、朝鲜、东南亚及太平洋地区的人民来说，是黑暗的20年，也是日本历史以及中日关系史上最黑暗的时期。

富通昭和招股说明书刊登后，立即引起市场的强烈反响。当天国内各大财经类网站陆续出现大量措辞激烈的网友言论，对该公司拟以“富通昭和”的名字进入证券市场表示强烈不满。大量投资者通过电话、网络来抗议富通昭和的发行，更有大户投资者因此从主承销商中信证券的营业部撤出巨额资金。根据当时一位网友的观点，中国人民对“昭和”所隐含的中国遭遇日本侵略的屈辱历史相当敏感。将“昭和”用在公司名称中，并作为股票简称的一部分，将极大地伤害中国投资者的感情。

在证监会的紧急干预下，仅仅1天之后，9月2日，富通昭和及主承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

销商中信证券联合发布公告："因准备工作尚未做好，本着对广大投资者负责的态度，经协商，并经中国证监会同意，决定推迟本次发行"。而自此之后，中国资本市场的大门就永远对富通昭和关闭了，富通昭和的上市路戛然而止，成为因公司名称而终止上市路的唯一一家拟上市公司。

因此，很多人认为有了富通昭和的先例在，证监会在选择第一家外资控股上市公司时，显得谨慎了很多，挑了公司本身相对干净，发行人、发行人控股股东都不会引发较大争议的宁波东睦。但事实上宁波东睦通过发审委审核的时间是2003年3月，彼时富通昭和还没有开始招股，上述舆论谴责的事件更没有发生。2004年宁波东睦成为A股外资控股上市公司第一家，纯属水到渠成的事情，并没有被证监会刻意安排。

外资控股企业在中国上市有障碍吗

宁波东睦已经上市超过10年了，这十年间新上市的公司家数超过1300家，但外资控股的A股IPO上市公司只有很少几家，如罗普斯金（控股股东为注册于开曼群岛的投资型企业）、依顿电子（控股股东为萨摩亚国登记公司）等，而罗普斯金的实际控制人来自中国台湾，依顿电子的实际控制人为加拿大籍中国香港居民，也都是华人控制的企业。也就是说，在长达十余年的时间内，实际控制人非华人的公司通过IPO进入A股市场的，只有宁波东睦这唯一一家。

中国自改革开放以来，吸引了大量的外资投资中国，外资控股的外商投资企业不计其数，为何只有宁波东睦这么一家非华人控制的公司成功上市？这是一个值得探讨的问题。

（1）政策限制原因？显然不是。外资控股企业在A股发行上市需要经过商务部和证监会的审批，而商务部和证监会对于外商投资企业在A股发行上市的限制早已取消。A股发行上市条件中，并没有对股东身份的限制性规定，从法律法规的角度外资控股企业在A股上市没有任何障碍，商务部和证监会也没有偏好性政策。港台资控股的上市公司已经有数十家，萨摩亚、开曼群岛这类海外注册公司控股的也有了几个案例，显然商务部和证监会早已对外资控股企业上市不再限制，在审核中更不会去区分实际控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

制人是华人还是非华人。查看十年间证监会IPO审核记录，甚至被否企业中也没有一家实际控制人非华人的拟上市公司。

（2）老外们对A股市场不感兴趣？当然也不是。2012年6月1日，国务院办公厅转发发改委等八部门的《关于加快培育国际合作和竞争新优势的指导意见》提出，研究制定境外企业到境内发行人民币股票的制度规则，认真做好相关技术准备，适时启动境外企业到境内发行人民币股票试点。根据这份意见，国际板将以试点的形式在国内开放，上海可能作为第一个国际板上市交易试点。国际板概念提出后，在全球各大交易所中已经有不少外资机构企业对上交所即将开启的国际板表示出了强烈的兴趣。有意赴A股上市的境外公司相继被爆出，包括汇丰控股、恒生银行、纽交所、路透社、大众、奔驰、可口可乐、西门子、东亚银行等。纽约泛欧交易所集团首席执行官邓肯·尼德奥尔此前曾表示希望纽交所能成为在国际板上市的第一家美国公司。由此可见，老外们对A股市场并非不感兴趣，能够在A股市场融资，为何要拒绝呢？

（3）外资控股企业多数很难符合A股发行条件。根据中国证监会制定的《首次公开发行股票并上市管理办法》和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，“发行人资产完整，业务及人员、财务、机构独立，具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争，以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易”。

在中国注册的外资控股企业中，主要分为两大类：一类是充分利用中国政府给外资的各种优惠政策，将相关产业转移到中国大陆，这类外资控股企业往往具有相对完整、独立的业务和市场，与投资主体之间的关联交易和同业竞争较少，这类公司中以港台资本为多数；另一类是充分利用中国的廉价劳动力资源、土地资源和其他物产资源，或者看中了中国的巨大市场实施本地化生产，这类外资控股企业往往是投资主体集团全球布局的一部分，或者整个产业链中的一环，与投资主体或投资主体控制的其他公司之间存在大量的关联交易和同业竞争情形，这些就成为在A股发行上市的实质性障碍，这类公司中以欧美资本为多数，而且很多公司在境外已经是上市公司了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国目前只允许设立在境内的主体在A股IPO，因此如果仅用跨国公司在中国境内的外资控股企业进行IPO，由于在多国设厂，许多跨国公司的同业竞争、关联交易问题无法解决。而如果开了国际板，在中国设立外资企业的境外投资主体们（集团公司）可以整体在A股上市，关联交易和同业竞争的障碍也就不存在了。

金利科技在A股上市就是一个例子。公司第一次申请新股发行时，实际控制人控制的中国台湾佑兴投资、泰国TTP公司在不同国家的市场上与金利科技从事相同的业务，并签有《市场分割协议》，这种安排不被证监会认可，认为同业竞争问题没有解决，导致公司第一次IPO申请没有通过发审会。公司第二次重新申报时，通过把境外两家公司的业务或股权出售解决了这个问题，才得以在A股顺利上市。

（4）示范效应。相对来说，港资和台资企业老板与大陆交流以及相互之间交流机会比较多，当一个老板发现身边朋友的公司在A股上市募了很多钱，身价也随之倍增，可能也会考虑走上A股发行上市之路。珠三角的港资企业和长三角的台资企业在A股扎堆上市，对同类企业有较强的示范作用。

而反观欧美控股的外商投资企业，在全国的分布相对较分散，股东之间的交流可能也没有港资或台资那么频繁，加上在A股市场上没有先例，有些公司可能会误认为在A股上市非常困难，或者误认为证监会、商务部对外资上市不支持。

不过，除了在A股直接走IPO道路之外，十年间还是有些外资通过收购上市公司成为A股上市公司的控股股东，例如苏泊尔、武锅B、重庆啤酒、佛山照明等。然而有个别公司被外资巨头控股之后，沦为了外资的生产基地，被外资利用关联交易转移利润，使得公司走向了退市边缘。

典型案例就是武锅B，这家在国内锅炉行业有相当知名度和市场竞争力的公司，在2007年阿尔斯通中国成为控股股东时，被人们看作技术换市场的双赢案例，然而很快投资者们就发现，武锅迅速成为阿尔斯通的生产基地，产品90%以上专销阿尔斯通。阿尔斯通入主后，武锅在主营业务收入方面大幅缩水，从2006年的22.89亿元锐减至2011年的5亿出头，2013年勉强增长到8.66亿元。而另外三大锅炉企业东方锅炉、上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

锅炉、哈锅年销售额早已经超过100亿元，连后起之秀杭锅年销售额也在2012年超过了100亿。根据公司年报显示，武锅B的2006年度净利润超过1000万，净资产6.15亿元，第二年，阿尔斯通入股后，武锅B当年即巨额亏损4.8亿元，之后连年巨额亏损，2008年净资产即为负数。从阿尔斯通入股武锅B开始，武锅B就一直游走于退市的边缘，两次被交易所暂停上市，2015年终于被交易所退市。

除武锅B这种相对极端些的案例外，近十年来也有不少港资台资控股的A股上市公司被控股股东掏空后卖壳的案例，外资进入A股市场的融资平台后似乎并没有体现出先进性。

资本市场制度建设
中小企业板开板：一个计划外的孩子

2004年5月17日，经国务院批准，中国证监会正式发出批复，同意深交所在主板市场内设立中小企业板块。2004年5月27日，中小企业板启动仪式在深圳举行。

5月28日，浙江公司新和成发布招股说明书，6月2日成功发行，成为中小企业板第一股。从2004年6月2日至6月30日，连续21个交易日每天发行一只中小板新股。其间，上交所依然保持着每周两只新股发行的节奏，整个2004年6月共发行新股31只，创造了A股市场单月新股发行数量的一个记录。这31只新股合计募集资金91.85亿元，其中主板10只，募集资金总量42.97亿元；中小板21只，募集资金总量仅48.88亿元，即平均每只中小板新股募集资金量约为主板新股的一半。

对于深交所来说，中小企业板其实是一个计划外的孩子，本来的想法是建创业板。这话题得从中小板开板6年之前的1998年说起。

1998年3月，第九届政协会议上，民建中央提出《关于借鉴国外经验，尽快发展我国风险投资事业的提案》。该提案被列为当年政协一号提案。1998年12月，国家计划发展委员会向国务院提出尽早研究设立创业板股票市场问题，国务院要求中国证监会提出研究意见。

深交所从中看到了机会。1999年1月15日，深交所向中国证监会正式呈送了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《深圳证券交易所关于进行成长板市场的方案研究的立项报告》，并附送了实施方案。1999年8月20日，中共中央、国务院出台《关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》称，要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制，适当时候在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块。

创新、创业、敢为天下先一直是深圳这个城市的精神。中国人民银行1991年4月才正式批准深圳证券交易所成立，而1990年12月深圳证券交易所就已经开始运作了，深安达换发标准股票后首先进入深圳证券交易所集中交易，成为深交所第一家上市公司。首批深圳证券交易所挂牌的企业有五家：深发展、深万科、深安达、深金田、深原野。这一次，创业板市场的提出，给了深圳又一次创新的机会。

2000年2月21日，深圳证券交易所高新技术板工作小组成立，以做好高新技术企业板的各项准备和建设工作。2000年4月下旬，中国证监会向国务院报送了《关于支持高新技术企业发展设立二板市场有关问题的请示》，就二板市场的设立方案、发行上市条件、上市对象、股票流通以及风险控制措施等问题提出了意见。2000年5月16日，国务院讨论中国证监会关于设立二板的请示，原则同意中国证监会意见，将二板市场定名为**创业板市场**。

2000年9月15日，中联重科（000157）在深交所上网发行后，深交所已停止在主板市场新股发行。据说是因为当年深交所为了争取创业板落在深圳，主动提出停发新股筹备创业板。

2000年9月18日，深圳证券交易所设立创业板市场发展战略委员会、国际专家委员会两个专门委员会和发行上市部等八个职能部门，标志着创业板市场的组织体系基本建立。10月20日，深交所向各会员单位发出《关于创业板系统全网测试的通知》。10月28日，深圳证券交易所组织全部会员单位顺利完成了创业板技术系统全网测试。当时很多人都认为创业板开设已近在咫尺，不少证券公司一度开始筹备、抢夺资源。有的公司还把主要精力放在创业板企业的培养上，一些创投机构纷纷寻找目标，锁定目标企业，只待政策东风。

而当深交所做好了包括制度、技术、机构、人员等所有准备，并主动停止了主板市场新股发行，准备大干快上创业板之际，国际资本市场风云变化来得非常突然：第一次互联网泡沫破裂了，美国纳斯达克指数在2000年飞流直下，跌幅达80%，全球新兴资本市场的走势也纷纷下调。因此，对于决策层而言，创业板的推出显然是一个慎而又慎的选择，忧虑和怀疑使这个新生市场似乎离我们越来越远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2001年11月7日，朱镕基总理在文莱表示，吸取香港与世界其他市场的经验，把主板市场整顿好后，才推出创业板市场。在证券市场未整顿好之前，如果贸然推出创业板市场，担心会重复出现主板市场的错误和弱点。

创业板进程突然中止对于深圳的打击是巨大的，长期以来丧失新股发行能力，意味着全国性金融城市的地位将被上海取代。2000～2002年，深圳证券市场的发行筹资额分别为629亿元、235亿元和142亿元，为了筹备创业板，深交所2001年、2002年的融资额分别比2000年下降了62.3%和77.4%。深圳证券市场融资额占沪深两市融资额的比重由2000年的41.2%，下降到2001年的19.9%，再到2002年的18.2%。

创业板在争议中难以推出，主板恢复新股发行也不确定，这时候的深交所处境相当尴尬。转机突然出现了；2002年6月29日，九届全国人大常委会第28次会议通过了《中华人民共和国中小企业促进法》。其中第十六条规定：国家采取措施拓宽中小企业的直接融资渠道，积极引导中小企业创造条件，通过法律、行政法规允许的各种方式直接融资；第十七条规定：国家通过税收政策鼓励各类依法设立的风险投资机构增加对中小企业的投资。

于是深交所找到了“突围”之路。2002年11月28日，深圳证券交易所在给中国证监会《关于当前推进创业板市场建设的思考与建议》的报告中，建议采取分步实施的方式推进创业板建设。

2003年3月5日，全国人大代表、广东省副省长宋海领衔向十届全国人大一次会议大会提交了《关于尽快推出创业板市场的议案》，提出了两点建议：一、国家抓紧出台创业板市场相关法规，尽快推出创业板；二、采取分步实施方式，推进创业板市场建设。在不改变现有证券市场法规、上市标准、发行审核程序和市场规则的前提下，**将具有成长性及科技含量的中小企业集中到深交所发行上市，作为深圳现有市场的一个板块单独监控、独立运作**。

2003年8月18日，全国人大常委会副委员长成思危提出多层次资本市场体系建设“三步走”的构想；8月21日，证监会主席尚福林考察深交所之后，恢复发行新股已有定论。据悉，证监会原则同意的方案是将流通股在5000万股以下、具有成长性的中小企业集中在深交所设立的中小企业板发行上市。在不改变现有法规、上市标准和发行审核程序的情况下，把中小企业板作为深圳现有主板市场的一个板块，单独进行监控，以此恢复深交所的新股发行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2003 年 10 月 14 日，中共十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确提出：建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品。规范和发展主板市场，推进风险投资和创业板市场建设。

2004 年 2 月 1 日，国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》颁布。《意见》提出，分步推进创业板市场建设，完善风险投资机制，拓展中小企业融资渠道。

2004 年 2 月 14 日，深交所进行配售新股测试，市场认为深市新股发行进入实质性技术准备阶段。

2004 年 5 月 17 日，中国证监会同意深交所设立中小企业板块。中小企业板的 IPO 条件与主板一样，仅在股本规模上有所区别：IPO 发行股份在 4000 万股以下的企业（金融行业除外）放在中小板，发行 4000 万股以上的大企业在上海交易所挂牌。2005 年证监会进一步将中小板的发行股份上限放宽到 5000 万股；2006 年进一步放宽到 1 亿股为上限；2007 年大盘股密集上市，之后在上交所上市的公司数量有所下降，而随着创业板在 2009 年开板，深交所的新股发行融资规模逐步追了上来。上交所突然发现未来上市资源不足，于是便加大了对上市资源的争取力度。证监会于 2010 年推出了竞争性策略，发行数量在 5000 万股以下（含 5000 万股）的企业在深交所上市，发行 8000 万股以上（含 8000 万股）的企业在上交所上市，发行 5000 万股 ~ 8000 万股的企业由发行人自己决定在哪个交易所上市。金融企业发行数量以 4 亿股为界限，4 亿股以上去上交所，4 亿股以下去深交所。2014 年证监会彻底放开两个交易所之间的竞争，企业可以自主决定去哪个交易所上市，不再有股本总额的限制。

2004 年 6 月 25 日，中小企业板正式开板，新和成、江苏琼花、伟星股份、华邦制药、德豪润达、精工科技、华兰生物、大族激光 8 家公司在中小板成功挂牌，这是中国证券市场上第一次由 8 家公司的董事长共同敲响上市钟声，在此之前，一天只能有一家企业发行上市。至 2004 年 8 月 25 日双鹭药业完成发行后，新股发行因准备推出询价制而暂停，当年中小板共发行了 38 只股票。

以中小企业板为基础、推进创业板市场建设，是从单一层次资本市场向多层次资本市场体系迈出的第一步，也是关键的一步。后来多层次资本市场的建设进程基本四五年一迈进，2009 年推出了创业板，2013 年年底推出了全国性的新三板，这是后话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

江苏琼花
带病上市，十年方上正轨

一路走到退市边缘

江苏琼花高科技股份有限公司（江苏琼花）是第一批登陆中小板的公司之一，主要从事 PVC（聚氯乙烯）片材、板材及其相关制品的研发、生产和销售，产品主要用作包装材料。

然而上市仅仅 12 个交易日之后，2004 年 7 月 13 日江苏琼花突然发布致歉公告，称公司及部分董事受到了深交所的公开谴责："今天本公司收到深圳证券交易所深证上［2004］65 号文《关于对江苏琼花高科技股份有限公司及相关人员予以公开谴责的决定》，深圳证券交易所针对本公司就委托理财事项未在《首次公开发行股票上市公告书》中如实披露，部分董事未能履行诚信勤勉义务，违反《深圳证券交易所股票上市规则》的有关规定，对本公司及部分董事予以公开谴责。"

原来，公司在招股说明书和上市公告书披露：2003 年年末，公司的短期投资 3453.37 万元全部为国债投资，而实际上其中有近 2400 万元为委托理财，并非国债投资。

作为中小板第一批上市公司，江苏琼花上市半个月就出了这样的信息披露失实问题，引起了监管机构的重视。证监会下达了处罚决定：自 2004 年 7 月 9 日起 3 个月内不受理江苏琼花签字保荐代表人张睿、吴雪明推荐的项目，这是保荐制度实行后第一次向保荐代表人开出罚单（关于保荐制的介绍请参见本章下面章节）。

紧接着，2004 年 7 月 15 日，公司就收到证监会江苏监管局下达的立案调查通知书（苏证监立通字［2004］001 号）。

因受到证监局立案调查影响，原定 2004 年 7 月 20 日公告的半年报被迫延期至 8 月 10 日，半年报显示，公司 2004 年半年度业绩已经较 2003 年同期出现了下滑。在 2005 年度勉强保持净利润持平后，2006 年第 1 季度开始，公司业绩就同比出现了大幅下滑，经营活动现金流也迅速恶化。

2006 年 8 月 22 日，公司发布了《股东股权质押公告》，宣布公司控股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股东琼花集团已经将所持有的公司44.33%的股权未来十八年的收益（权）信托给了江苏省国际信托投资有限责任公司（“江苏国投”），设立财产信托，并委托江苏国投代为转让财产信托项下的全部优先信托权益。

某种意义上来说，这时候大股东琼花集团已经将公司股权“出让”给了江苏国投。从法律的角度来看，股权的收益权信托给江苏国投，并没有进行股权转让，控股股东还是琼花集团。但这背后的原因是，此时公司仅仅上市两年，完成股改不足一年，而根据股改时的承诺，琼花集团所持的公司非流通股股份“自获得上市流通权之日起，在24个月内不上市交易或者转让”㊀。

通过采用信托的方式，琼花集团巧妙地“规避”了股改承诺中股份不能转让的限制。信托其实是一个非常有意思的法律工具及金融工具。“信托”制度最早起源于英美法，英国的法学家梅特兰曾说，信托理念是英国人在法学领域取得的最伟大、最独特的成就。信托不仅是一种特殊的财产管理制度和法律行为，同时又是一种金融制度，它与银行、保险、证券一起构成了现代金融体系。信托的特点之一在于它在财产权属不变、对财产的控制力不变的前提条件下，实现了财产处置、分配的极大灵活性。信托业在中国起步非常晚，我国的信托法是在2001年4月28日才颁布实施的，但信托在金融体系中也得到了很多灵活运用。从2004年江苏琼花一例可以看出，实际上这些年来，信托经常扮演着变通绕开监管政策的重要角色。这是题外话。

之后，江苏琼花财务状况继续恶化，公司在2006年度业绩快报中公告净利润同比下滑近50%，仅剩1000万元出头。而市场从2007年年初开始就传言公司将被借壳，借壳的绯闻主角正是江苏国投。

尽管公司发布澄清公告否认，但随着公司业绩继续下滑，至2007年第3季度开始出现亏损，公司被借壳的事情终于被提上日程。2007年11月30日，公司发布公告称，正在筹划重大事项开始停牌。

根据后来的公告，琼花集团果真与江苏国投的控股股东江苏省国信资产管理集团有限公司（“国信集团”）共同筹划对江苏琼花的重大资产重组。

㊀ 江苏琼花股改非流通股股份上市日期为2005年10月21日，因此，琼花集团所持股份要到2007年10月20日之后才能转让。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而重组进行得并不顺畅，停牌7个月后，2008年6月10日，公司发布公告宣称双方对重组方案多次磋商，未能取得一致，重组事项取消，公司股票复牌。

又过了5个月，2008年11月21日，江苏琼花再次发布停牌公告，称公司控股股东琼花集团在讨论其自身的重大债务重组事项，可能会影响到上市公司股价，因此申请停牌。

1个月后，江苏琼花公告称：江苏国投及其控股股东国信集团先后于2006年9月、2007年12月向琼花集团发行信托计划1.6亿元和发放委托贷款1.5亿元，两笔债务分别于2009年9月、2009年12月到期，而琼花集团以持有的江苏琼花共计44.33%的股权质押，作为还款保证。“鉴于琼花集团目前财务状况，其债务重组可能涉及上述股份的处置问题。”看来大股东琼花集团是准备以股抵债了。

雪上加霜的是，江苏琼花及控股子公司违规对控股股东琼花集团及其他关联方提供担保，而被担保的对象因为到期不能偿还债务被债权人向法院申请诉讼保全，导致江苏琼花及其子公司的主要银行账号被冻结。

根据深圳证券交易所《股票上市规则》第13.3.1的规定，公司股票将被实行其他特别处理，江苏琼花成了中小板第一支ST股票㊀。

从上市伊始，经历了四年半的时间，江苏琼花从被处罚，到业绩下滑、亏损、重组失败，再到违规担保，终于成为一只ST股票。其实，这家公司从上市之日起就不是一家合格的上市公司。

又过了4个月，在2009年4月30日，ST琼花发布公告称，因公司存在“一、公司2007年和2008年连续两年经审计净利润为负。二、2008年度被注册会计师出具了无法表示意见的审计报告，且情形严重。三、2008年度的审计结果显示公司对外担保余额16 035万元（不含对合并报表的子公司提供担保）超过1亿元且占净资产值的100%以上。”根据相关上市规

㊀ ST是英文Special Treatment的缩写，意即“特别处理”。据《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》之规定，上市公司出现财务状况异常或者其他异常情况，导致其股票存在被终止上市的风险，或者投资者难以判断公司前景，投资权益可能受到损害的，交易所将对该公司股票交易实行特别处理。特别处理分两种：退市风险警示特别处理（在股票简称前冠以*ST）和其他特别处理（在股票简称前冠以ST）。公司主要银行账号被冻结属于其他特别处理（ST）事项之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

则，公司股票自2009年5月4日起将实行退市风险警示（*ST）。上市不足5年的江苏琼花走到了退市边缘。

曲折的借壳之路

这时的*ST琼花只能继续寻求被借壳，2009年9月，公司与国信集团达成协议，推出了借壳预案：国信集团拟将其100%持有的江苏省房地产有限责任公司借壳江苏琼花。不过非常不凑巧，这次借壳也遇到了挫折。

2009年以来，国务院及相关部门陆续出台一系列规范土地出让、税收、信贷的产业及金融政策。2010年4月，国务院又发布了《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，明确要求暂停批准存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业的重大资产重组。2010年10月15日，中国证监会网站《证监会要闻》一栏中发布了"证监会落实国务院房地产调控政策，规范房地产并购重组"一文，为了坚决贯彻执行《通知》精神，证监会已暂缓受理房地产开发企业重组申请，并对已受理的房地产类重组申请征求国土资源部意见。

很明显，上述政策对*ST琼花的这次借壳产生了重大影响。

2011年4月15日，因公司该次重大资产重组方案决议有效期即将到期，公司将《公司重大资产重组方案决议有效期延长一年的预案》提交2010年度股东大会审议，但未能获得通过。同时，该次重组的重组方国信集团和琼花集团也认为房地产业务资产重组暂时不具备操作性，不再继续实施原重大资产重组方案，2011年8月，公司向中国证监会提交撤回资产重组的申请材料并获得同意，重大资产重组终止。

此时，*ST琼花的控股股东琼花集团已是债务缠身、焦头烂额，被多家债权人先后要求法院将其持有的*ST琼花的股权执行司法划转或是诉讼保全，风雨飘摇。而国信集团似乎也失去了对这家壳公司进行重组的耐心。

不过，琼花集团很快又为*ST琼花找到了一个新买家。2011年10月，主营业务为*ST琼花上游产业PVC原料生产的广东鸿达兴业集团打算出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

手接下琼花集团的债务，并获得相应股票质押权。2011年11月，广东鸿达兴业集团正式成为江苏琼花的控股东，并马上着手对公司进行重大资产重组。

到了2012年4月，重组预案终于正式公告，已经更名为江苏金材科技股份有限公司（证券简称：ST金材）的江苏琼花这次将被新控股股东鸿达兴业100%控制的乌海化工借壳。

ST金材在递交证监会的相关资产重组申请材料中表示，此次收购完成后，公司的主营业务将向上游延伸，增加PVC、电石等化工原料生产和销售。因此，这次重组可以有效整合公司资源和上下游供应链，进一步完善产业布局，降低原材料价格波动对上市公司业绩的影响。

然而更名并没有改变多舛的命运，这次借壳被证监会又一次否决了，否决理由的第一条为“标的资产所属的PVC行业产能过剩、高耗能，标的资产的持续盈利能力存在重大不确定性”㊀。

乌海化工是国内氯碱工业和纯碱工业并重的大型化工生产企业，主要产品为PVC（聚氯乙烯）、烧碱、纯碱。乌海化工当时已有PVC产能30万吨，全资子公司中谷矿业投建中的PVC产能为60万吨，上述项目全部达产后乌海化工及其下属企业的PVC合计产能将达到90万吨。

乌海化工生产PVC采用的是电石法㊁，而电石法PVC主要原材料电石属于高耗能、高污染行业，是国家指明需被淘汰的落后产能行业。我国PVC产能约2300万吨，而PVC制品的消费规模仅有1300万吨。国内大多数地区和企业因成本高企而关停产能，导致PVC生产行业的开工率不足60%。在上述行业大环境下，证监会否决了ST金材的借壳申请。

不过这一次，ST金材并没有轻言放弃，公司表示，本次注入标的资

㊀ 证监会否决理由：“①标的资产所属的PVC行业产能过剩、高耗能，标的资产的持续盈利能力存在重大不确定性。②标的资产所取得的地方批文与国家相关政策存在冲突，标的资产未来能否持续享受上述政策存在重大不确定性。③标的资产财务风险较高，持续发展的资金需求较大，不利于解决上市公司目前的财务困难。”

㊁ PVC全名为Polyvinylchloride（聚氯乙烯），是世界五大通用材料之一，全球总产量仅次于聚乙烯，居塑料产量第二位。PVC是由氯乙烯单体（VCM）聚合而成。目前氯乙烯单体的生产主要有两种原料路线：以石油乙烯为原料的乙烯氧氯化法，称为石油路线（简称“乙烯法”）；由乙炔和氯化氢合成VCM单体，乙炔来自电石，称为电石路线（简称“电石法”）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产为优质资产，具备良好的发展前景，盈利能力较强，公司将继续推进重组工作，并根据证监会要求对此次重大资产重组申请材料进行补充、修订和完善，并尽快将修订后的申请材料重新提交证监会审核。

在之后的申请材料中，ST金材强调了乌海地区在PVC（聚氯乙烯）生产行业中的特殊性：乌海化工地处内蒙古，而内蒙古是中国能源较丰富的地区，2011年6月26日，国务院颁布了《关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见》（国发［2011］21号），"支持大型聚氯乙烯和焦炭企业技术进步和升级换代，以乌海及周边地区为重点建设全国重要的焦化、聚氯乙烯生产加工基地"。

鉴于国家政策对内蒙古地区的扶持，ST金材加强了本次借壳重组事项符合产业政策的论证，再次向证监会递交了重组申请，终于在2013年4月获得证监会核准批文，目前股票简称已改为"鸿达兴业"，公司盈利能力也得到了提升。于是在上市近9年之后，拥有002002这个吉利代码的公司才终于走上了正轨。

产业政策调整对中国企业融资的影响

回顾一下江苏琼花两次借壳失败的经历，我们可以发现，**国家产业政策调整是中国企业在资本市场中经常遇到的困扰。**国信集团以房地产公司借壳，以及鸿达兴业第一次以乌海化工借壳，都因为国家产业政策的原因被证监会否决了。

中国特色的资本市场强调国家宏观调控的作用，在宏观调控下，政策支持的产业可以获得更多的资源，政策不支持的产业则会受到较多限制。

我国《证券法》规定："国家鼓励符合产业政策并符合上市条件的公司股票上市交易"；《首次公开发行股票并上市管理办法》规定："发行人的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策"；《上市公司证券发行管理办法》规定：上市公司再融资"募集资金用途符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理等法律和行政法规的规定"；《上市公司重大资产重组管理办法》也规定：上市公司实施重大资产重组应"符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规定”。

国家发改委分别于2005年、2011年出台《产业结构调整指导目录》，目录中分鼓励类、限制类和淘汰类三大类，被列入限制类和淘汰类的产业，想要获得证监会在融资、重组方面的支持几乎是不太可能的。

除《产业结构调整指导目录》外，国务院及发改委还经常出台一些临时性的产业政策，调节部分行业的产能过剩或宏观经济中出现的其他问题。房地产、水泥、钢铁、电解铝、重污染化工等行业都存在多个因产业政策限制而搁置IPO、再融资及重组计划的案例。前文提及的房地产企业再融资就从2010年10月到2013年7月暂停了接近3年。

但是，正像ST金材可以详细论证拟借壳注入的资产符合产业政策的特殊规定一样，很多产业政策的限制是有擦边球可以打的。基于融资的迫切需求，中国的公司也乐于和善于想出各样的名目和办法来规避产业政策对上市和融资的障碍。

例如，产能已经严重过剩的电线电缆行业，当年就有不少企业在IPO时想出了应对产业政策限制的办法。根据《产业结构调整指导目录（2005版）》，电线、电缆制造项目被列入限制类，但是又注明了“(特种电缆及500千伏及以上超高压电缆除外)”，然而什么样的电缆才叫特种电缆却没有明确。于是，各电缆生产企业在上市时都是打着“特种电缆”的旗号，绕开国家产业政策对电线电缆行业的限制。例如，南洋股份IPO募投项目为“环保型特种高压交联电缆”、万马电缆的募投项目为“交联聚乙烯环保电缆投资项目”、太阳电缆的募投项目为“耐水树特种电缆”和“船用特种电缆”、中超电缆的募投项目为“500kV环保型阻燃超高压交联电缆及500kV资源节约型铝合金架空线项目”……在各电缆公司招股书中，“阻燃耐火、金属屏蔽、无卤低烟、分支电缆”等形形色色不同性能的电缆均被列为“特种电缆”，而实际上这些性能已经是大部分电缆公司的产品都具备的，但被贴上了“特种”标签后，再去发行上市就没有什么障碍了。

可能是政策的制定者也注意到了上述现象，在2011年3月出台的《产业结构调整指导目录（2011版）》中，对限制类目录中电线电缆制造项目的规定严格了很多，改为“电线、电缆制造项目（用于新能源、信息产业、航天航空、轨道交通、海洋工程等领域的特种电线电缆除外)”，明确了特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种电线电缆的概念。在此之后上市的电缆行业公司数量也明显减少，只有金信诺、通光线缆、明星电缆、远程电缆、东方电缆等几家。

追问江苏琼花病因

2004年一共发行了38家中小板公司，而这38家公司在短短十年内，曾经“披星戴帽”被*ST的就有3家（002002*ST琼花、002006*ST精工、002015*ST霞客），更换了控股股东或被借壳的有4家（002002江苏琼花、002016威尔科技、002032苏泊尔、002035华帝股份）。

其中江苏琼花的故事最具有代表性。公司自上市起财务状况就一直在走下坡路，中间几经波折，最后终于卖壳成功。其间经历的时间跨度几乎与本书的时间跨度相等。我们不禁要追问：**这样的企业当初为什么能上市？又为什么会在上市后很快就一蹶不振？**实际上，这些问题在中国企业上市发展的这些年来一直被不断提出，本书在后面的章节中也会继续深入探讨。

仅就江苏琼花的案例来看，有两个原因较为突出。

1. 上市后即遭遇行业的周期性低谷

江苏琼花所处的塑料行业在上市后恰好遇到了行业低谷。其主要原材料PVC的价格受国际油价影响较大，2003年起，国际油价持续攀升，造成塑料行业成本上升，相关公司的利润水平因此受到较大影响。同处塑料行业的另一家公司大东南，在2004年过会但没有上市（有关案例见第5章），2005年还险些出现亏损。

最近十年，世界经济和中国经济都经历过重大波动，特别是2008年次贷危机引发的金融风暴对全球经济的冲击巨大，中国政府采取的应对政策措施在解决金融风暴冲击之后又带来了新的问题。加之国际油价、人民币汇率、利率市场化改革、房地产宏观调控等多项改革都在这十年间完成，对于很多中国A股上市公司来说，上市后由于经济环境原因、政策原因而遭遇行业周期性低谷的情况非常常见。

最典型的例子是光伏产业，以2010年上市的向日葵为例，其上市前三年净利润增长迅速，上市当年的净利润更是高达25 130.8万元；而上市后第二年（2011年度）净利润只有3484.02万元，2012年度更是产生净亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

损 –35 723.3 万元，体现了整个光伏行业在这一两年间的重大调整和变化。

2. 大股东不断占用上市公司资源为其集团内的其他业务输血，并且用上市公司进行违规担保，进而掏空上市公司

早期的 A 股市场，大部分有上市要求的企业往往是从事多元化经营的企业集团，他们会拿出整个集团中业务较好、概念较好、较容易在资本市场融资的一部分业务去上市，于是集团其他板块业务的生存与发展就要依靠上市公司了。这种情况就像所谓“凤凰男”现象一样：集全家人的努力于一身，终于打造出一个为一个家族蜕变带来希望的男性，因此“凤凰男”上市后必须对家里父母兄弟姐妹多做回报，如果这个凤凰男被家长实际控制着，那更是要听家长的话。

根据江苏琼花的招股说明书披露，江苏琼花的大股东琼花集团除控股江苏琼花外，还控股着扬州诺亚化学有限公司、扬州迪士比塑料有限公司等 5 家公司。可是，为了江苏琼花上市，控股股东琼花集团旗下的其他与江苏琼花存在竞争关系或有交易的公司纷纷关停，正在运营的公司效益也很一般，集团旗下还有一个需要资金大规模投入的房地产开发公司。

于是，江苏琼花上市后不久，琼花集团因自身资金需要即动了违规担保的主意，而当江苏琼花经营受困业绩下滑，加之集团自身业务发展也不利，琼花集团最终还是决定卖壳了事。

实际上，大股东利用上市公司进行违规担保，为自身其他业务融资，最后导致上市公司利益被严重侵害的案例当年在中国证券市场上层出不穷，也成为我国资本市场制度建设与完善的一项重点内容。

苏宁电器
借力资本市场腾飞

上市平台助力发展

中国资本市场并非无法孕育优秀的企业。苏宁电器（002024）就是 2004 年中小板第一批 38 家上市公司中最耀眼的一颗星，甚至一度成为中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国股市第一高价股。在苏宁电器上市后相当长一段时间内，当中国的投资银行家们奔波在全国各地游说企业上市融资的时候，都会把苏宁电器作为通过上市实现飞跃式发展的经典案例一提再提。

IPO对于苏宁电器可谓战略意义重大。在上市之前，苏宁电器尽管已经在市场上与国美电器抗衡，但2003年度收入仅60亿元、净利润尚不足亿元。而同时期国美电器的收入已经超过90亿元，净利润超过2.75亿元；张近东虽然也经常被媒体在提到黄光裕的时候一并提及，但无论是知名度、影响力以及财富级别上，都还不能和黄光裕相比。

苏宁和国美的家电连锁销售经营属于资金密集型的商业模式，需要不停地扩张开店，通过更完善的门店网络提高品牌影响力、提高与生产厂家的议价能力、给消费者提供更多品牌的选择和更实惠的价格，即产生规模效应，从而提升收入和利润水平。而各城市的优质门店资源是稀缺的，抢店铺的最大障碍是资金，因此，通过上市搭建有效的融资平台对于这类连锁经营企业的意义不言而喻。

在苏宁电器申请A股上市的时候，国美电器也在香港筹划借壳事宜。谁先掌握了融资平台，谁先拿到资金，谁就能更快地打下全国的江山。

2004年7月21日，苏宁电器以29.88元的开盘价登陆深交所中小企业板，当天以32.70元收盘，涨幅100.24%，之后持续10个多月大涨，终成为沪深两市第一高价股。而根据《新财富500富人榜》的数据，由于2004年苏宁电器上市，张近东个人财富陡增517%，零售行业的富人也是当年中国财富增速最快的人群。

2003年年底，苏宁电器只在全国23个城市开了41家店，全年销售收入60.34亿元，净利润0.99亿元；上市后，到2004年年底，苏宁实现了店铺数量翻番，在全国46个城市有了84家店，2004年销售收入91.07亿元，净利润1.81亿元。到了2005年年底，公司在全国范围内已进入61个地级以上城市，拥有224家连锁店面，比2004年年底新增140家连锁店，全年销售收入提升至159.36亿元，净利润3.51亿元。上市三年来，净利润率一直在提高（见图1-1）。到了2011年年底，公司国内连锁店总数达1684家，年度销售收入达到938.89亿元，净利润48.21亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

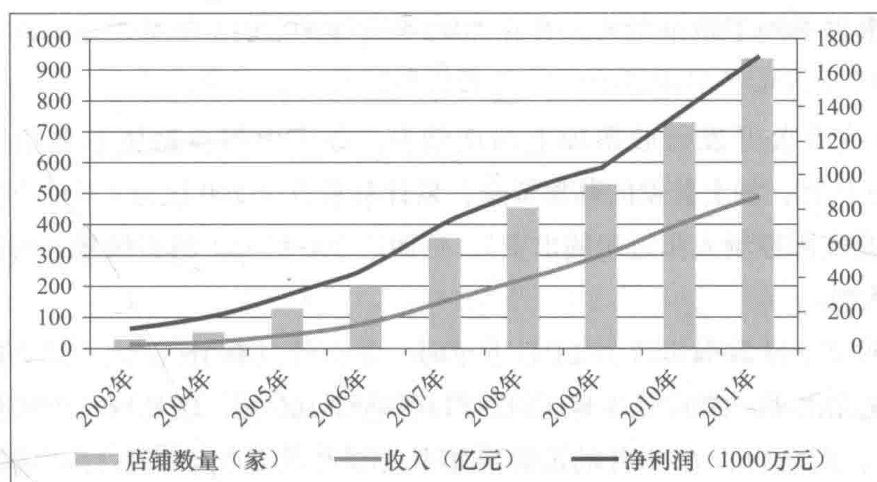


图 1-1 苏宁电器上市以来店铺数量、收入、净利润增长情况

2008 年的胡润百富榜上，国美的黄光裕还以 430 亿元的个人财富占据着中国首富的位子。但当年 11 月黄光裕即被捕，2009 年，张近东的财富首次超过了老对手黄光裕，以 235 亿元个人财富荣登胡润零售富豪榜的首位，而第二名的黄光裕，此时个人财富只剩 140 亿元。

苏宁电器上市后，截至 2014 年年底，在资本市场上一共进行了五次融资：包括 4 次非公开发行股票融资和一次债券融资（分两期发行）。

2006 年 5 月 24 日，苏宁电器 2006 年第一次临时股东大会通过了非公开发行股票的议案，拟非公开发行 2500 万股股票；仅仅 3 周之后，此次融资申请已经获得证监会核准；6 月 20 日公司即完成了股票发行，募集资金 12 亿元。股权分置改革后的 A 股再融资出现了从未有过的效率，从董事会提出议案到募集资金到位，仅仅用了 43 天！

2007 年 5 月苏宁电器再次公告拟非公开发行不超过 7300 万股股票，于当年 9 月 24 日有条件通过证监会审核，到 2008 年 5 月 7 日获得证监会批文；最终发行 5400 万股，募集资金 24.3 亿元。2009 年苏宁电器第三次非公开发行，募集了 30.55 亿元；2011 年启动第四次非公开发行股票，到 2012 年 7 月 5 日完成发行工作，募集资金 47 亿元。

最后这次非公开发行募集资金到位仅一个月之后，苏宁电器又召开了 2012 年第一次临时股东大会，拟发行公司债募集 80 亿元。67 天后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

苏宁电器拿到了核准批文，并在2012年年末和2013年年末分两期发行完毕。

4次非公开发行股票加上两期债券，苏宁电器再融资总募集资金193.85亿元，加上首发的募集资金，累计募集资金200亿元（其中有接近40亿是实际控制人张近东的出资）。然而这200亿元，给市场带来的回报是惊人的。

苏宁电器2004年7月21日上市时，发行价只有16.33元，募集资金为4亿元出头，2006年3月23日复权价达到100元，较发行价上涨超过500%；而之后的17个月的走势更加令人咂舌，2007年8月31日的时候复权价达到1000元，17个月上涨10倍！苏宁电器的总市值也在同日超过1000亿元，成为中小板第一只市值过千亿的股票。

如果有投资者在苏宁电器IPO的时候打新股，有幸中了1个号（1000股）并一直持有，因为多次送转股，手中的股票已经变到了18 000股，市值已经超过了126.85万元，与认购价1.633万元相比，收益率高达7667.91%。之后尽管因金融危机大盘下跌而导致股价跌幅超过6成，但在2010年9月复权价再次超过千元，2010年10月8日最高复权价达到1092元，较发行价上涨6592%！创造了A股市场的神话。

这就是上市的魔力：一家具有发展潜质的公司，在登陆资本市场后迅速实现了腾飞。资本市场为其发展提供了资金助力，同时也增强了品牌效应和抗风险能力，公司知名度和美誉度逐年提升，创始股东一度成为行业首富，参与其中的投资者赚得盆满钵满，为其服务的投资银行和其他中介机构也从中分了一杯羹，简直是完美的上市造富效应案例。

不过，在2011年达到巅峰后，受房地产宏观调控和网购兴起冲击的双重影响，苏宁电器盛极而衰，业绩迅速滑落，2012年度净利润较2011年度下滑超过40%，2013年度净利润更是较2012年度再次下滑超过80%，2013年第3季度报告首现当季度亏损，2014年度扣除非经常性损益后亏损幅度继续扩大。时代变迁，苏宁作为资本市场宠儿的地位被一代互联网电商兴起带来的业态变化撼动了。

面对严峻的形势，苏宁电器调整业务模式、组织架构、运行流程，提出“店商+电商+零售服务商”的“云商”模式转型战略，并且将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司名称也改为了“苏宁云商集团股份有限公司”，但船大调头难，苏宁在转型之路上艰难前行，这家曾经辉煌的中小板明星公司尚不知未来如何。

上市后命运为何迥异

同为中小板第一批上市公司，对比苏宁电器与江苏琼花的故事，有人可能会问：**为什么在实现了上市融资并且有了资本运作的平台之后，企业的命运却各不相同？上市是不是能助力每家公司的发展？**

通常而言，公司上市后，最直接的好处就是获得了一笔募集资金、公司的知名度大幅提高，如果公司有持续发展的项目可以在资本市场上持续地做再融资，还可以使用股份作为支付对价来完成并购扩张。苏宁电器是一个典型案例，充分利用了资金、品牌和再融资功能，短短数年时间快速成长；几年之后创业板上市的蓝色光标也是一个典型案例，利用资本运作平台持续并购和再融资，公司市值从上市时的27亿在4年多的时间内成长到230多亿。

但对于很多上市公司来说，有了资本运作平台并不意味着能够用好这个资本平台。有些公司身处传统行业，募集资金投资项目的设计仅仅是为了上市审核的需要，而不是公司发展战略的需要，甚至公司的管理层压根不具备战略眼光，上市后通过实施募投项目进一步扩大产能，而全行业产能原本已经即将走向饱和甚至过剩；有些公司受制于人才的缺乏，无法管理上市后规模急剧扩张的公司；有些公司老板年岁已高，创业激情下降，上市之后就没有了继续做大做强的冲劲；还有些公司即将被市场淘汰，拼着最后一口气造假完成了上市，上市募集的钱只是用来续命，何谈再发展；更有公司上市就是为了卖壳，利用资本运作平台发展本就不是其上市目标。

所以，尽管所有招股说明书对公司的描述都是辉煌灿烂、前景诱人的，但真正具有长期投资价值的公司并不多见。只有企业的管理层真正把上市视为企业长期战略发展的工具和手段，才有可能借力资本市场的平台，成长为一家更优秀的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本市场制度建设
保荐制度（一）：保荐制起航

保荐制度是舶来品。英国的创业板 AIM（Alternative Investment Market）市场最早发明了保荐人制度，主要是考虑该市场上的公司抗风险能力远不如主板，为保障投资者利益，通过保荐人（证券公司）的保荐责任来增强上市公司的信用，保障市场稳健运行。后来保荐人制度又在中国香港得到了进一步发展。

参考了香港市场的经验，2003 年 12 月 28 日，证监会发布《证券发行上市保荐制度暂行办法》，于 2004 年 2 月 1 日起正式实施，中国证券市场的保荐制起航。

简单来说，保荐制度（保荐人制度）是指由保荐人（证券公司）负责发行人的上市推荐和辅导，协助发行人进行企业治理规范，帮助发行人建立严格的信息披露制度，核实公司发行文件与上市文件中所载资料是否真实、准确、完整，推荐发行人证券发行上市，并承担风险防范责任。

在我国，保荐制的具体实施，主要是由通过相应的“保荐代表人”制度来落地的。按照上述保荐制度暂行办法和相关实施工作通知的规定，保荐机构应当指定两名保荐代表人具体负责一家发行人的保荐工作。

2004 年 3 月 20 日，证券业协会组织第一次保荐代表人考试，1549 人参加考试，81 家证券公司的 614 人通过考试，考试合格率 39.63%。

2004 年 5 月初，随着第一批保荐机构（67 家）与保荐代表人（609 人）完成注册登记，证监会宣布保荐制正式实施。

2004 年 5 月 17 日，经国务院批准，中国证监会正式发出批复，同意深交所在主板市场内设立中小企业板块。2004 年 5 月 27 日，中小企业板块启动仪式在深圳举行。5 月 28 日，新和成发布招股说明书，成为中小企业板第一股。保荐代表人和保荐机构也随之第一次走上证券市场舞台。

不过保荐制度自在中国证券市场诞生伊始，就存在着各种问题。

2004 年 6 月，上海证券的保荐代表人陈永阳和杨虎进因保荐的山东九发食用菌股份有限公司配股申请材料制作粗糙，保荐代表人未能做到勤勉尽责被谈话提醒。保荐代表人注册登记不足两月即有人被监管谈话。

2004 年 7 月 14 日，中小板开板第二只股票江苏琼花因上市前故意隐瞒国债委托投资事宜遭深交所谴责。证监会决定自 2004 年 7 月 9 日起 3 个月内不受理江苏琼花

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

签字保荐代表人张睿、吴雪明推荐的项目。这是第一次保荐代表人遭到暂停资格处罚。保荐代表人执业质量问题在这10年间一直存在，没有得到很好的解决。

此外，根据保荐制度的相关规定，在一项发行保荐工作完成前，该两名保荐代表人不得再签字保荐其他项目，这就是所谓的中国投行保荐通道制度，两个保荐代表人（“保代”）就是一条通道。

由于两个保荐代表人才能推荐一个项目，证监会首次圈定600保代与当时的通道数量相当，基于对通道的渴望，部分券商开始大量招聘保荐代表人，特别是几十家需要两名保代才能注册保荐机构[㊀]的券商以及一些所拥有保代数量与其实力严重不相符的券商更是不惜成本招收保代，招聘广告承诺保代年收入不低于50万比比皆是，有的甚至开出百万年薪来招徕保代。2004年的百万年薪，其购买力与十年后也不可同日而语。保荐代表人一跃成为新“金领”的代表。证监会鼓励保代流动，平安证券的投行辉煌就因保代的流动起步（随着资本市场的发展和创业板的推出，后来保荐代表人签字的项目数量有所放开）。

2004年11月28日，由于第一次考试有考试资格限制，报考人数有限，很多投行人员也未能充分重视到考试的重要性和对未来投行工作的意义，而考试后保代价值飙升，在各证券公司强烈要求下，证券业协会组织了第二次保荐代表人考试。本次考试报名2760人，实际参考2230人，483人成绩合格，通过率21.65%。2004年两次考试通过了过千人，这一千多人成为未来若干年中国投行的主力，保荐代表人这个称号逐渐被媒体、投资者和社会所知晓，保荐代表人逐渐成为证券市场上的重要角色。

资本市场制度建设
IPO询价制度（一）：询价制的预备

2004年8月26日，双鹭药业（002038）发行后，证监会推出《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》（征求意见稿），对新股发行定价方式进行改革，新股发行暂停。这是21世纪以来第一次新股发行暂停，上一次新股发行暂停还是遥远的1995年的事情（中国A股市场前三次新股发行暂停分别发生在1994年7月21日～1994年12月7日、1995年1月19日～1995年6月9日、1995年7月5

㊀ 2008年调整为至少需要4名保荐代表人才可以注册成为保荐机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日～1996年1月3日）。

在2005年《公司法》和《证券法》修改之前，1993年的《公司法》和1998年的《证券法》均规定，新股发行价格须经证券监管部门批准，新股发行定价采用主承销商定价方式，但证监会以限定发行市盈率上限的方式管理新股价格。

2000年中国证监会曾经做了市场化定价的尝试，采用了只要出价高就可以获得配售额度的荷兰式拍卖方式，结果股票发行市盈率过高[㊀]，对投资者的观念冲击太强，市场意见很大，上市后股价下跌，证明这种定价方式不适合我国当时的资本市场，没有实现改革之初的目标。于是在2001年7月以后，新股的定价又恢复了核定新股发行市盈率的办法，证监会继续通过限定发行市盈率上限的方式管理新股价格。

证监会在定价时给了一个框架：①不得超过募集资金投资项目需要量；②不得超过净资产的2倍；③全面摊薄后市盈率不超过20倍。在这个框架下，证监会核准发行价格，拟上市公司按照证监会核准的价格发行，不需要征求买方的意见，不用听取市场的呼声，证监会全权做主了。于是乎，2004年度发行的98只股票，发行市盈率无一超过20倍。至于这20倍是怎么来的，已经不得而知了，但20倍这条线执行了很长时间，直到询价制正式实施后，才在中材国际（600970）的发行上第一次突破，只不过证监会掌握的上限由20倍市盈率调高到了30倍，发行价依然不能定得太高。

十年前在中国A股上市也很不容易，动辄就得拖好几年时间，能上市当然要尽可能多募集资金。那么限定了发行价募不到太多的钱怎么办？于是拟上市公司和主承销商们就在募投项目的资金需求量上下功夫。对预计募集资金金额的计算是投行人员的基本功，编募投项目是拟上市公司的必备功课，至于做高利润做高净资产，则更是家常便饭了。

更有意思的是，有些2004年年初发行的项目是2002年就过会了的，发行价也在2002年年底或2003年年初招股说明书封卷时就已经确定并获得证监会批准了。但由于受到各种因素影响，到2004年才发行，之前用于计算“投资价值”“合理价格区间”的收入利润数据都已经发生了变化，按照原先公式计算出的数据都已经不能满足已经批准的发行价范围了，但证监会依然要求论证发行价的“合理性”，而不允许调整发行价格。于是当年的投行人员就会绞尽脑汁把财务模型的各种参数调来调去，以

㊀ 试举几个当年发行定价的例子：①闽东电力，发行价格11.50元/股，发行市盈率88.69倍；②民生银行，发行价格11.80，发行市盈率69.41倍；③用友软件，发行价格36.68元/股，发行市盈率64.35倍；④龙净环保，发行价格7.20，发行市盈率59.52倍；⑤中垦农业，发行价格6.30元/股，发行市盈率53倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

凑出符合既定价格的定价区间。

然而，即便是行政窗口指导限定了发行价，也不能保证股票上市后一定上涨。由于二级市场情况不好，2004 年，在济南钢铁以超过发行价 1 分钱勉强保发后，苏泊尔、宜华木业和美欣达出现了上市首日破发的情况。

2004 年开始修订的《证券法》取消了新股发行价格须经监管部门核准的规定，2004 年 12 月 7 日，证监会正式发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，2005 年 1 月 1 日起实施。询价制推出，是中国资本市场新股发行市场化改革的一个里程碑——把市场力量即买卖双方的判断和意向引入到发行价格的确定上来，初步实现了不同行业、不同类型公司的差异化定价，向市场化的定价方式迈出了积极的一步。虽然一路上出现了各种各样的问题，但市场对发行价格的约束力量开始显现，之后的 IPO 发行制度改革，多是对询价制的修订完善，但询价制本身并未出现大的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梦想与浮沉

第2章 2005年
大刀阔斧改革年

2005年全年仅有15只新股发行，分别为沪市的华电国际、中材国际和包头铝业；深市中小板的黔源电力、南京港、登海种业、飞亚股份、兔宝宝、江苏三友、国光电器、轴研科技、成霖股份、宁波华翔、晶源电子和三花股份。

但这一年却是中国资本市场发展史上里程碑式的一年。

首先，新股发行询价制在2005年正式推出。2004年8月双鹭药业（002038）发行后，证监会推出《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》(征求意见稿)，对新股发行定价方式进行改革，新股发行暂停。2004年修订的《证券法》取消了新股发行价格须经监管部门核准的规定，2004年12月7日，证监会正式发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，2005年1月1日起实施。2005年1月17日，华电国际刊登招股意向书，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成为询价制第一股。

询价制的确立解决了IPO发行的两大核心问题：谁来给新股定价、如何定价。未来十年中国证券市场关于新股发行的基调就此确定，尽管发行体制改革一直在不断深入，但改革的核心都是围绕这两个核心做调整。

更重要的是，中国证券市场截至目前最成功的一次改革——股权分置改革也发生在2005年。

经国务院批准，中国证监会于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。2005年5月初，清华同方、三一重工、紫江企业、金牛能源四家主板上市公司成为股权分置改革第一批试点公司。5月15日，时任证监会主席尚福林明确表示“股权分置改革开弓没有回头箭”，为了完成股权分置改革任务，2005年5月25日，在三花股份完成发行、中小板上市公司满50家之后，IPO发行再次暂停。

轰轰烈烈的股权分置改革才是2005年的主角，而IPO在这一年几乎被资本市场遗忘。当年仅有的15家上市的公司当中，本章中选取了三家公司包头铝业、晶源电子和江苏三友来记述它们IPO及上市后的资本运作设计。

资本市场制度建设
股权分置改革：中国证券市场上目前最成功的一次改革

由于历史原因，我国股市上曾有2/3的股权不能流通。这种“股权分置”的状况使得市场调节的机制无法有效发挥，大股东完全控制着上市公司，没有动力关心股价，严重影响上市公司乃至整个资本市场的健康发展，曾经被普遍认为是阻碍中国股市发展和经济改革的最大难题。

2004年1月31日，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发［2004］3号，也被当时市场称为“国九条”），文件第三条“进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展”中提到“积极稳妥解决股权分置问题。规范上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市公司非流通股份的转让行为，防止国有资产流失。稳步解决目前上市公司股份中尚不能上市流通股份的流通问题。在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。

国务院这份文件发布后，市场反应并不强烈，之后的两个月内，上证综指涨了近 200 点。直到 2005 年 4 月 29 日，经国务院批准，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。证监会给了市场十天的时间来充分消化这个通知，但五一假期结束后，5 月 9 日上证综指以大幅下跌 2.44% 回应，并在之后一个月内下跌到 1997 年 2 月以来上证综指的历史低点：998.23 点。

市场的恐慌是基于前车之鉴。股权分置改革推出之前的 2001 年 6 月 22 日，国务院五部委联合发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，规定：股份有限公司首次发行和增发股票时，均应按融资额的 10% 出售国有股，且减持的价格执行市场定价。结果引发了市场大跌，上证指数在四个月内从 2245 点跌到 1520 点，二级市场上投资者怨声载道，认为国有股按市价减持就是圈钱，证券市场变成了国企大股东的提款机。

证监会在 2001 年 10 月紧急叫停国有股减持政策的执行，A 股出现了一拨牛市行情。2002 年 6 月，国务院决定，除企业海外发行上市外，对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。沪深股市再现井喷行情。

但国有股无法流通的问题不可能无限期搁置，从《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》内容来看，股权分置改革与之前的国有股减持方案有着本质的差异，这项制度为实现股票全流通，采用的方式是建立非流通股股东与流通股股东之间的市场化协商机制，即由双方通过市场化的交易行为商定非流通股获取流通权的条件。为了实现全流通，非流通股股东须向流通股股东出让部分利益，即支付对价。而双方协商的重点就是对价的高低以及如何支付。

为了让公众股东在与大股东博弈的过程中有充分的知情权和决定权，中国证监会要求参与股权分置改革试点的公司要为公众股东行使权力做出安排，如独立董事征集表决权、网上投票等。

在非流通股股东与流通股股东就股改方案进行沟通时，中国的广大股民第一次真正意识到了手中的股票所代表的股东权力，“拜票”“拉票”这些在西方选举时常用的词

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

汇，开始被中国A股市场的投资者熟悉。

有意思的是，除股权分置改革外，2005年的中国，还发生了另一件全国很多人参与的事——湖南卫视的第二届《超级女声》秀，总决赛前三名排序均由观众短信投票决定，这届《超级女声》比赛最终的冠军李宇春得票超过352万票，亚军得票也超过了327万票，季军得票超过135万票，中国的广大电视观众第一次意识到投票的价值，李宇春因此登上了美国《时代杂志》（亚洲版）的封面，她的夺冠被视为是草根的胜利。

在某种意义上，股权分置改革和《超级女声》席卷中国大地，在当年共同完成了一次民众投票权力的普及教育。

如前文所述，股权分置改革试点的相关文件推出后，如同之前的国有股减持政策出台时的情形一样，A股出现了较大幅度的下跌，但这一次中国证监会的决心并没有被动摇。5月16日，三大证券报刊登时任证监会主席尚福林的表态："开弓没有回头箭"，"解决股权分置问题在一定程度上是恢复资本市场的固有功能，不解决股权分置问题难以稳定市场预期，也就难以形成市场的上升环境；解决股权分置的本质上是推动资本市场的机制转换，消除非流通股与流通股的流通制度差异，强化市场对上市公司的约束机制，而不是解决包括国有股在内的非流通股减持变现问题"，体现了证监会推动股权分置改革的坚定决心。

随着股权分置改革试点的第一批公司在2005年7月底实施完成了股权分置改革方案，原来非流通的大股东和流通股的散户都充分认识到了手中股票的价值，股市开始逐渐回升，中国A股的超级大牛市行情开始酝酿。

站在今天这个时点来看，股权分置改革完成后，市场在不断前行，游戏规则和思维方式与股权分置改革之前已经完全不同了，中国证券市场开始逐步地进入了一个新时代。

在股权分置改革之前，非流通股股票不能在市场上流通，只能做协议转让，非流通股股东不关心股价，股价涨跌与这些股东几乎没有任何关系，两类股东各玩各的。非流通股股东往往通过关联交易、资金占用、违规担保等方式侵占上市公司利益谋利；后来，随着证监会对关联交易和资金占用等行为加强规范，非流通股股东们重点转向利用上市公司的资源为其控制的其他公司谋利，很多上市公司甚至被非流通股股东掏空；总之，经营好上市公司对这些控股股东来说，并不是最优先考虑的问题。

股权分置改革完成后，尽管向流通股股东支付了一定的对价，但非流通股股票有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了流通权，在限售期满后可以在市场上流通了，股价涨跌与股东利益密切挂钩，原先的非流通股股东们可以通过合法减持的方式获利，也有足够的动力让上市公司发展更好，会将更多的资源投向上市公司。另外，由于持有的股票具有市值可以流通，这些股票就成为优质的抵押物，原先的非流通股股东们不必通过减持即可获得资金，“市值管理”的概念越来越被这些股东们重视。

在股权分置改革之前，关于某位上市公司实际控制人身价多少的报道非常少见；在股权分置改革之后，特别是近些年，每只新股发行前后，媒体上就会出现企业上市又创造了多少千万富翁、亿万富翁的报道。这类报道有时也会指责 IPO 使得某些人一夜暴富，但客观而言，资本市场的财富效应唤醒了优秀人才的创业意识，吸引更多的优秀人才投身创业致富；全流通后为创业投资提供了便利的退出渠道，也吸引了更多的资金投向有发展前途的产业，为整个中国经济转型做出了巨大贡献。

在股权分置改革方案实施时，原先持有非流通股的股东按照持股规模被媒体称为“大非”和“小非”，股权分置改革完成后，第一批限售股可以流通的时候，市场当时的担心还是洪水猛兽，认为成本低廉的“大小非”们必然会减持股票，从而冲击市场。但是，在实践中，对于股东来说，不管是“大小非”们还是二级市场投资者们，通过做大股票市值获利已经成为共识，而决定公司市值不只是大小非们的持股成本。预期良好的公司，即便“大小非”减持股票也不会改变上涨的趋势；没有了预期的公司，即便“大小非”一股不卖，投资者也会用脚投票去追逐其他获利机会。

人们甚至会发现，很多时候在“大小非”减持规模较大的当口，相关股票反而继续上行；而有大股东在限售期满后宣布继续锁定三年不减持时，股票却应声跌停。这些现象反映了有些 A 股市场上的“大小非们”已经开始主动地管理市场预期以配合自己的资本运作需要，当然也进一步说明公司的股价表现不仅仅是由“大小非”的持股成本决定，而是市场上价值投资者与投机者、机构投资者和散户充分博弈的结果。

传统的中国上市公司是以制造业为主的，证监会发布的与企业上市相关的各种标准——《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》、招股说明书格式准则、保荐人尽职调查准则等，均是以制造业公司为主体设计的模板。然而，很多中国的传统制造业开始面临业绩增长的“天花板”，上市融资后的资金使用效率开始下降。此外，还有一些公司，在 20 世纪八九十年代创业起家的第一代创始人年事已高，二代们又不愿接班，面临着企业未来出路和转型的难题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在股权分置改革之前，很多公司出现上述问题之后没有好办法解决“大小非们”没有太多动力去搞好上市公司，当上市公司失去融资功能之后，这个上市公司对于“大小非们”几乎没有多少意义，胡作非为的事就多了起来。用证监会某位领导的话来说，“证监会能做的更多是对好孩子的奖励，最多的惩罚手段就是取消融资资格，对于一家不想融资的公司来说，证监会几乎没有多少办法管着他们”。

在股权分置改革完成后，中国A股市场进入市值时代，对于公司股东来说，公司市值的重要性开始逐渐超过公司本身业务的重要性。当公司本身业务出现天花板的时候，股东们还会有动力去寻求新的利润增长点，甚至引入新的大股东来发展公司，大股东对公司控制的欲望逐渐低于让手中股票市值最大化的欲望，再加上以具有流通性的股票作为兼并收购的支付工具被更多的交易方认可，在这种情况下，并购市场开始逐渐繁荣甚至火爆起来。

2014年5月9日，国务院颁布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。本书之后的章节还会继续讨论“市值管理”概念的问题，但推动上市公司进行市值管理的基础是早在2005年股权分置改革时期就奠定了的。

今天回顾2005年的股权分置改革，无可否认，确实是中国证券市场的一个里程碑，不仅仅是实现了股票的全流通，更是使A股进入了市值时代，衍生出后来一系列的资本运作玩法，中国证券市场从此丰富和热闹起来。

包头铝业
上市后“寿命最短”的企业

早有预兆的一场戏

作为2005年发行上市的仅有的15个“幸运儿”之一，包头铝业于2005年3月30日刊登了招股意向书，拟发行1.4亿股A股，最终发行1.12亿股，发行价3.5元，募集资金总额3.92亿元，并于2005年5月9日成功上市。

不过，上市仅仅两年之后，在经营业绩持续增长的情况下，这家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

居然走到终止上市这一步，成为A股上市“寿命”最短的公司。与众不同的是，包头铝业的终止上市，不是因为业绩不佳或财务造假，而是被吸收合并到了2007年A股上市的中国铝业股份有限公司（中国铝业）。

而上市成功后很快终止上市，却是包头铝业上市后几乎必然的宿命。这又是怎么一回事呢？

在包头铝业2005年公开披露的招股说明书中就可以看出些端倪：

中国铝业公司与内蒙古自治区人民政府已于2003年6月13日签订了《内蒙古自治区、中国铝业公司关于包铝集团纳入中国铝业公司的备忘录》、《关于包头铝业（集团）有限公司股权划转协议》，规定：“内蒙古自治区人民政府将所持有的包铝集团股权的80%及相应债权债务划拨给中国铝业公司，另20%股权及相应债权债务划拨给包头市人民政府。国务院国资委已于2003年9月30日以《关于包头铝业（集团）有限公司国有股权划转问题的批复》批准了股权转让协议。”中国铝业公司已于2004年4月23日出具承诺函，承诺：“通过股权划转接收包头铝业（集团）有限公司的工作在包头铝业股份有限公司上市12个月内不再启动。”

也就是说，包头铝业的命运在2003年就已注定——其控制权已划拨给中铝公司，未来必将整合进入中铝系。但中铝公司为什么又承诺这次股权划转的工作暂不启动呢？原因在于：如果现在股权划转，将导致包头铝业的实际控制人变更，不符合IPO前实际控制人未发生变更的上市要求。此外，包头铝业与中铝系的其他企业产生同业竞争及原材料采购等关联交易事项，也会影响到包头铝业的上市审核，于是为了支持包头铝业顺利上市，股权划转的相关法律手续暂不办理。

包头铝业上市后不久，股权分置改革启动，包头铝业于2006年1月提出，并于3月实施了股权分置改革方案。2006年12月22日，《上海证券报》刊登了题为《包头铝业或将注入中国铝业》的署名文章，该文章称中国铝业回归A股上市后，包头铝业可能被中铝公司注入中国铝业。文章称：包头铝业上市一年有余，当初基于上市考量的股权划转障碍已不存在。同时，文章认为：“由于电解铝行业的复苏，包头铝业今年以来盈利水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大幅度提升，前三季度每股收益已达0.60元，净资产收益率为16.75%。基于行业景气周期的判断，短期内包头铝业的业绩增长要优于中国铝业和山东铝业，因此，对中国铝业来说，包头铝业的注入自然是个利好。而根据包头铝业在招股书中的表述，实际控制人变更为中铝公司后可能导致公司业务整合。在中国铝业完善产业链的努力之下，这一整合无疑值得期待。”

包头铝业很快就发布了澄清公告，称：“经向公司控股股东包头铝业（集团）有限责任公司了解，其股权划转尚未完成。上述报道提到的中国铝业A股上市后公司可能被注入中国铝业一事，公司未接到任何有关该方面的要求与安排。目前公司生产经营正常，无应披露而未披露事项。[⊖]”

不过，一切都在按计划进行，而且比想象的要快得多。

2007年4月21日，中国铝业股份有限公司刊登《首次公开发行A股招股说明书暨换股吸收合并山东铝业股份有限公司、兰州铝业股份有限公司报告书》，这里虽然未提及吸收合并包头铝业，但已经披露：为解决同业竞争问题，中国铝业股份有限公司将“在A股发行后择机整合包头铝业的原铝业务”。

2007年4月30日，中国铝业A股在上海证券交易所上市。42天之后的6月12日，中国铝业和包头铝业同时停牌，启动了换股吸收合并包头铝业的程序。

2007年6月29日，包头铝业发布董事会决议公告，宣布通过了《关于中国铝业换股吸收合并包头铝业的议案》；8月9日，包头铝业公告吸收合并方案获得国务院国资委批准；12月18日，吸收合并方案获得证监会核准。12月21日，包头铝业公告：由于未有股东行使现金选择权，公司股东所持公司股票将按照1∶1.48的比例转换为中国铝业A股股票。

2007年12月26日，包头铝业股票终止上市，自上市之日起算尚未满32个月，成为A股市场上“寿命”最短的一家上市公司。

⊖ 上市公司的澄清公告通常都写得非常有技巧：包头铝业在澄清公告中并没有否认将被纳入中铝，只是在当时的时点，中国铝业采用何种方式来整合包头铝业，可能还没有明确的方案。所以包头铝业发布公告说目前还没有接到要求和安排是完全正确和符合法律规定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

复盘包头铝业整合进入中铝系之路

如果我们查阅中国铝业在港交所披露的公告会发现，早在2005年3月，中国铝业的董事会宣布已于3月28日通过决议，批准公司向中国证监会申请发行最多不超过15亿股，并向上海证券交易所申请A股上市。

也许有人会问：既然包头铝业2005年在A股IPO时，中国铝业就有了A股上市的计划，并且中国铝业的母公司中铝公司早在2003年6月13日就已经从内蒙古人民政府取得了包头铝业的控制权，那么，为了一次性解决中铝公司下各企业间同业竞争和关联交易的问题，为什么包头铝业不等到中国铝业A股回归的时候再整体上市呢?

这其中的前因后果我们可以通过公开信息披露来推断。

尽管中铝公司控股的中国铝业已于2001年年底在香港联交所挂牌上市，但彼时央企集团下有多家上市公司的情形非常普遍，例如，中石化集团旗下上市公司有仪征化纤、上海石化、泰山石油、北京化二、石炼化、武汉石油等多家公司，其中仪征化纤、上海石化还是A+H的上市公司。整体上市在2005年时并不普遍，因此，中铝公司并不介意多一家控股的上市公司。

此外，虽然是2005年才发行，但包头铝业的IPO申请进程要早得多。尽管当年IPO发审会的结果还不会在中国证监会的网站上及时公告，但根据相关媒体报道，我们可以得知，其实包头铝业IPO早在2003年6月5日就通过了发审会的审核。

而在包头铝业过会仅仅一周后，中国铝业的母公司中铝公司就与内蒙古自治区人民政府、签订了股权划转的协议。常理推断，在此之前，股权划转的谈判会经历相当长的一段时间，也即在包头铝业IPO过会的时候，中铝公司启动收购包铝集团的事宜应该已经酝酿很久了。

由于IPO之前实际控制人不能发生变更[1]，虽然股权划转协议已经签署

[1] 根据当时企业IPO适用的法规，即2003年9月证监会发布的《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》：发行人申请首次公开发行股票并上市，最近三年内应当在实际控制人没有发生变更和管理层没有发生重大变化的情况下，持续经营相同的业务，因重大购买、出售、置换资产、公司合并或分立、重大增资或减资以及其他重大资产重组行为，导致发行人的业务发生重大变化的，有关行为完成满三年后，方可申请发行上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并得到了国务院国资委的批准，但正式的国有资产产权变更登记、工商变更登记等法律手续以及行政隶属、人事关系变更、资产清查与核销等在内的诸多事项均未实施，划转的具体工作也未展开。

在通过发审会之后，正常情况下包头铝业应该在2003年年底就可以发行上市了，但受到2003年度长江电力、国祥股份等公司插队影响（详见本书第1章《两面针：2004年第一只新股》），包头铝业上市工作排到了2004年度。

2004年4月，包头铝业补充更新了2003年度报告，准备启动发行前，证监会又特别让中铝公司出具承诺函，承诺："通过股权划转接收包头铝业（集团）有限公司的工作在包头铝业股份有限公司上市12个月内不再启动。"

如本书前文所述，2004年5月推出中小企业板后，证监会的工作重心放在了中小企业板上，在上交所只是见缝插针地发行了少数几只股票。在包头铝业正式启动发行之前，为准备询价制的推出（详见本书第1章"IPO询价制度（一）：询价制的预备"），证监会又关闭了IPO闸门。于是包头铝业的上市工作被迫再次推迟，而中铝公司对包铝集团的整合也被迫推迟，直到2006年底中铝公司才对完成了控股包头铝业的法律程序。

另一方面，包头铝业募集资金投资项目主要是"建设年产5.2万吨稀土铝和合金铝及6万吨预焙阳极块项目"，这一项目对包头铝业意义重大，在包头铝业上市之前即已经自筹资金建设，发行上市毕竟还可以募集到一部分资金解决包头铝业的资金压力问题。

因此，整体来看，包头铝业在已经明知要被中铝公司收购的情况下依然未取消上市计划，其原因在于包头铝业启动上市与中铝公司对包铝集团的收购是两个独立的项目：一方面，包头铝业的自身发展需要资金，上市可以募集到一部分资金解决资金压力；另一方面，当年整体上市的概念还不被监管机构所强调，央企旗下有多家上市公司是普遍现象。

不过，由于A股资本市场的制度建设原因、部分企业插队发行的原因，包头铝业未能如期上市。于是，等到包头铝业2005年上市时，中国铝业的A股回归也已提上日程，整体上市的思路逐步清晰，为了解决集团内部企业间的同业竞争和关联交易，包头铝业纳入中国铝业就成为不可避免的结局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国铝业A股整体上市这盘大棋

中国铝业早在2001年12月就分别在香港和纽约成功发行了H股股份和美国托存股份ADR。

2007年中国铝业刊登A股上市的招股说明书，截至2007年4月，中国铝业共控制了山东铝业、兰州铝业和焦作万方3家上市公司。其中，2001年12月中国铝业即取得山东铝业71.43%的股权，2005年3月即取得兰州铝业28%的股权，2006年5月焦作万方29%的股权。

其实在2005年3月，根据香港联交所的公告，中国铝业的董事会就已批准公司向中国证监会申请发行最多不超过15亿股，并向上海证券交易所申请A股上市。

根据当时的董事会决议，本次A股上市，中国铝业计划拟募集80亿资金是用于建设多个氧化铝及其他产品扩产项目的，并未提及吸收合并山东铝业、兰州铝业事宜。这表明中国铝业回归A股的本意并不是要整合旗下上市公司。

但2007年中国铝业刊登的《首次公开发行A股招股说明书暨换股吸收合并山东铝业股份有限公司、兰州铝业股份有限公司报告书》中却显示，中国铝业A股上市时不再募集资金，而是以换股方式吸收合并山东铝业和兰州铝业，以帮助山东铝业和兰州铝业完成股权分置改革，同时实现中国铝业的A股上市。

从登陆A股市场直接募集资金，到换股吸收合并两家上市的控股子公司并实现A股上市，这一转变是中国铝业为了解决山东铝业和兰州铝业两家公司的股权分置改革，同时解决集团内部企业之间面临的同业竞争问题、关联交易问题及融资的局限性问题而做出的必然选择。

2005年启动的股权分置改革到2006年年底已经进入收尾阶段，中铝公司旗下的山东铝业和兰州铝业的股权分置改革却迟迟未能启动，对于要完成政治任务的央企负责人来说压力巨大。

当时绝大部分A股上市公司股改方案都是非流通股股东向流通股股东赠送一部分股票，以换取流通权。山东铝业最初推出的股改方案是10送2，即流通股股东每持有10股流通股获付2股股票，遭到流通股股东强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

烈反对。经过协商后方案改为10送2.5，但当时各上市公司股改的主流方案是10送3及以上，对价比例太低，导致山东铝业第一次股改方案被否。山东铝业股改方案被否后，兰州铝业就没有再推出股改方案。

山东铝业和兰州铝业股权分置改革遇阻的主要原因是这两家上市公司并不是国资委或境内的中铝公司直接持股，而是由已经在香港上市的境外公司中国铝业持股，因此股权分置改革的方案就变得很尴尬：既要取得山东铝业和兰州铝业A股流通股股东的同意，也必须考虑中国铝业的H股股东的意见（两家上市公司控股股东中国铝业自身股东的意见）。

从A股市场投资人的角度来看，中国铝业作为大股东，完全有能力支付更高的对价，因此较其他公司股改方案偏低的对价不可能获得A股流通股东的同意；但中国铝业却要考虑H股股东的意见。

从中国铝业的H股股东角度来看，如果中国铝业把持有的山东铝业和兰州铝业的部分股票赠送给A股的流通股股东，就会导致中国铝业对这两家上市公司的持股比例下降，从合并报表的角度来看，中国铝业能够分享到的这两家公司的收入、利润水平也会下降。虽然中国铝业通过赠送股票给流通股股东，能够获得自身持有的两家上市公司股票的流通权，但考虑到中国铝业整个集团的战略整合发展思路，中国铝业未来不大可能在市场上通过出售已获得流通的山东铝业和兰州铝业的股票来获利。因此，对这两家公司控股比例的降低，会对中国铝业的业绩有直接影响，从而影响到H股股东的利益。

根据2006年9月8日《上海证券报》的报道：山东铝业是首家境外上市公司以送股形式向A股流通股股东支付对价。在山东铝业之前，已经有上柴股份、上海机电、上电股份、光明乳业等多家公司的非流通股股东中有境外上市公司，这些境外上市公司也参与了股改。但其支付的股改对价，均未采用向A股流通股股东送股方式。其中，上柴股份、上海机电、上电股份的第一大股东均是在香港上市的上海电气集团股份有限公司，而向流通股股东支付现金对价的主体则是这3家公司的“爷爷”——上海电气（集团）总公司；光明乳业的第二大股东S.I. Food Products Holdings Limited是在香港上市的上实控股的全资子公司，其支付的对价也是现金。

当时的中国铝业每年固定资产投资金额较大，2004～2006年的财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

费用也在每年2亿元左右，公司资金需求较大。更何况2005年提出在A股上市，中国铝业的本意是还要在A股市场上继续筹资，因此显然无法选择支付现金对价的方式。

为了解决这个难题，中国铝业最终选择了换股吸收合并山东铝业和兰州铝业并在A股整体上市。**换股合并后，对于中国铝业来说，相当于把山东铝业和兰州铝业进行了私有化，实现了100%控股，整个公司的盈利水平得到提高。同时付出的代价是在A股发行新股，而中国铝业原本就打算在A股增发新股，只是原计划是募集资金扩大产能。现在虽然没有募集到资金，但由于吸收合并了这两家上市公司，相当于也扩大了产能，解决了两家上市公司的股权分置改革难题，同时还解决了集团内部各企业之间的同业竞争和关联交易问题，实现了A股回归和整体上市。而山东铝业和兰州铝业的A股流通股股东则用其持有的股份认购了中国铝业增发的A股，皆大欢喜。**

中国铝业的行业龙头地位，决定了公司将成为行业整合的最大受益者。当年的媒体称中国铝业的回归为“王者归来”，也是看好公司在A股整体上市的快速发展和扩张之路。

至于整合包头铝业，则是中国铝业解决同业竞争、关联交易并整体上市这盘大棋上的又一招必然之举。而之所以在上市后马上吸收合并包头铝业，是因为包头铝业在中铝公司控制下，与中国铝业是兄弟公司，存在直接的同业竞争问题。如果没有明确的同业竞争解决方案会导致中国铝业的A股上市存在实质性障碍，所以必须要纳入到中国铝业控制范围内。

其实中国铝业本可以选择收购包头铝业的主要资产，然后把包头铝业这一上市公司的壳出售，就像中石化系某些上市公司整合的操作方案一样。但最终仍然选择换股吸收合并的原因，应是这种方案下现金支出较少。而换股对价引发的自身少量股权稀释对于中国铝业来说相对影响较小，因此，身处资金密集型产业不愿意支付更多现金的中国铝业优先选择了换股吸收合并的方式。

最后，是关于中国铝业控股29%的焦作万方的处理。由于焦作万方在中国铝业A股上市时已经直接处于中国铝业控制之下，且完成了股权分置改革，因此中国铝业进一步整合焦作万方的动力不足。而电解铝的生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是一个高耗能的产业，地处中原的焦作万方竞争优势并不明显，中国铝业的内部资源配置更多倾向于西部能源丰富地区，对焦作万方的态度相对暧昧。

中国铝业控股焦作万方后，并未采取做大做强焦作万方的措施，反而选择了减持焦作万方的股票。之后，由于未参与焦作万方非公开发行股票，中国铝业进一步降低了对焦作万方的持股比例，并于2014年10月将第一大股东的位置拱手让人。

至此，中国铝业整体上市的这盘大棋告一段落。

晶源电子
一次绝妙的卖壳新法

借壳上市简介

在英文当中，借壳上市被称为Backdoor Listing（后门上市）。正常情况下IPO上市的企业可以看作从资本市场的“前门”上市，而有那么一些企业则是通过并购重组的方式，绕道“后门”登陆资本市场的。借壳上市作为一种特殊的上市形式，在本书中还会多次被提及。

那些寻求以借壳方式上市的企业，有一些不符合直接IPO的法定条件，特别是在A股市场，IPO审核制的门槛较高，不仅仅是盈利能力方面的要求，还有公司规范运作方面的要求，对于一些特定行业的公司来说是较难达到的。还有一些是因为IPO排队时间太长，公司发展需要尽快上市，借壳上市在时间上会更快一些。

通常而言，典型的借壳路径是：A上市公司的原控股股东会把控股权转让给第三方B，同时B将自己控制的资产C置入到上市公司当中，完成C的借壳上市。原来的控股股东就此退出了上市公司。

在借壳过程中，上市公司原有的经营性资产往往会被全部置出（有时会留下少许现金），于是原公司A除了公司名称和上市资格之外，什么都没有了，就像一个空壳一样。而公司C的资产和业务，则借着上市公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

壳完成了上市大计，因此在中文当中被形象地称为“借壳”。

另一方面，很多公司上市后由于业绩不佳而卖壳，在A股不是稀罕事。第1章中提到的江苏琼花便是一桩典型案例。

巧妙的卖壳方案设计

唐山晶源裕丰电子股份有限公司（“晶源电子”）的卖壳案例，与惯常的做法有许多不同之处。

首先，这并不是非上市的公司寻求借壳，而是一家上市公司对另一家上市公司控股权的收购；其次，买壳方不是以现金，而是以发行股份的方式与原来的大股东“换股”；最后，在出售控股权之后，晶源电子原来的大股东也并没有因为卖壳而马上退出公司，而是扮演了二股东的角色，继续分享公司重组后的收益。

而外来的借壳方更是罕有地采用了“两步走”的方式，先以“换股”的形式从原来的大股东处取得了晶源电子的控制权，然后才把自己控股的一家子公司置入了晶源电子这个上市主体，从而实现了分拆子公司借壳上市。

为什么会设计出这样一个复杂而精妙的交易结构呢？

晶源电子是一家从事压电石英晶体元器件制造和销售的公司。2005年上市后公司一直发展平平，2008年在遭遇金融危机之后，公司业绩甚至开始缓慢下滑。

不过这家公司很幸运地被另一家上市公司“看上了”。2009年6月21日，晶源电子的控股股东唐山晶源科技有限公司（“晶源科技”）与另一家上市公司同方股份有限公司（“同方股份”）签订了《发行股份购买资产协议》。

原大股东晶源科技将其持有的25%晶源电子的股份转让给同方股份，并以该等股份作为对价，认购了同方股份向其发行的1688万股股份。在股权转让前，晶源科技共持有晶源电子35.3%的股份；交易完成后晶源科技还持有晶源电子10.3%的股份，而同方股份持有晶源电子25%的股份，成为新的控股股东。于是，没有任何真金白银的支出，晶源电子就被同方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股份以“换股”的形式收购了控股权。

没有关联关系的两家上市公司间的收购在A股市场上并不多见，在晶源电子之前有太极集团收购桐君阁、太太药业收购丽珠集团，开开股份收购三毛派神、吉林敖东收购延边公路等少数几个案例，而以发行股份购买资产的方式收购另一家上市公司控股股东持有的上市公司股权就更少见了。

同方股份已经上市，为什么还要去控制另一家上市公司呢？根据公司披露的《发行股份购买资产报告书》，同方股份收购晶源电子的看点是：“随着集成电路技术发展，半导体芯片技术逐步向电子器件领域渗透，为此，同方股份计划通过产业整合，结合同方股份和晶源电子双方的研发实力和技术资源，拓展核心和高端电子器件相关业务，向信息产业的上游进一步扩展并延伸公司的产业链，增强公司信息产业的持续发展能力和抵御风险能力，拓展新的业务范围和利润增长点”。

看起来，这次控股权的收购是一次非常不错的战略协同。不过，这只是同方股份本次资本运作的第一步。

上述交易于2010年7月完成后，同方股份于两个月后即迅速启动了另一项与晶源电子相关的交易——把自己原本控股的同方微电子有限公司（“同方微电子”）装到晶源电子中去。

因此，这两次交易——同方股份以换股方式控制晶源电子，晶源电子发行股份收购同方股份控制下的同方微电子，本质上来看是同方微电子借壳上市了。

不过，也许有人会问一个问题：为什么这个交易要分两步完成？为什么不能一开始就以晶源电子发行股份的方式从同方股份处购买同方微电子的资产？

这正是本次交易方案设计的巧妙之处。

首先，与晶源电子相比，同方微电子这家公司的规模较小，如果以惯常的方式直接让晶源电子向同方股份发行股份购买同方微电子这块资产，同方股份换到手的股份数不足以取得晶源电子的绝对控股权。

根据晶源电子2010年《非公开发行股票购买资产暨关联交易（预案）》中披露的数字，同方微电子总估值为15亿元，而需要置入晶源电子的同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

方股份持有的86%的同方微电子股权，估值为12.9亿元。

2009年6月同方股份发布《发行股份购买资产预案》时，晶源电子的股份作价为8.16元/股，按照2010年对同方微电子的估值，晶源电子需要累计发行1.838亿股股票收购同方微电子100%股权，而同方股份持有86%的同方微电子的股份则可以换得1.58亿股晶源电子的股票。

如果按上述方案通过换股购买同方微电子的全部股权，加上晶源电子原有1.35亿股，发行完毕后晶源电子总股本将增加到3.188亿股。方案完成后，同方股份通过把同方微电子的股份置入晶源电子，可获持股比例为49.56%。虽然可以取得第一大股东的身份，但是对晶源电子并没有绝对控股。而且原本持有86%股份的同方微电子的控制权比例也将下降至49.56%。如果未来晶源电子在资本市场再融资，将会进一步稀释同方股份的控股比例。明显是个不划算的买卖，同方股份显然不会这么干。

其次，上市公司分拆子公司借壳上市是一个敏感话题㊀，在A股之前尚无先例，审批难度较大。

2008年的立立电子是一个案例。但这家公司只是主要资产来自另一家上市公司——浙大海纳，而立立电子成长壮大后，浙大海纳反而成为一家ST公司。立立电子上市引发了舆论强烈关注，最后被迫折戟上市路（在本书第5章会详细介绍该案例）。

同理，如果同方股份直接拿一个盈利能力很强的控股子公司㊁去借壳上市，还未必能够获得绝对控股权，很可能引起舆论非常大的关注，甚至可能导致交易被否。

而按照现在的方案，同方股份先取得了晶源电子的控制权，将其纳入了自己的合并报表。使得这次重组变成了一次在同方股份合并报表范围内的重组，因此就不那么引人关注。

最后，这个方案的精妙之处还在于：它绕开了要约收购的限制。

如果同方股份按照传统借壳模式，先协议受让晶源电子原控股股东晶源科技共计持有的35.3%的上市公司股份再置入资产，则会因为一次性收

㊀ 上市公司分拆子公司再上市涉嫌用同一块资产重复上市，会受到证监会严格的审查。

㊁ 2009年度同方微电子实现的扣除非经常性损益的净利润占同方股份合并报表利润的比例超过1/3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购30%以上的股份，而触发了强制要约收购的规定[⊖]。

晶源电子是一个生产经营正常、盈利能力良好的公司，并非面临严重财务困难，不属于证监会明确规定的可以提出豁免要约申请的情况。如果豁免要约收购不能得到许可，那么收购成本可能大幅提高，收购成败与否也会有很强的不确定性。

所以，同方股份选择了把握性最高、成本最低的同方微电子借壳方案：先换股收购了晶源电子25%的股份。这25%的股份足以拉开与第二名股东的股权比例，保证可以获得晶源电子的控制权。换股的代价是向晶源科技发行1688万股同方股份的股票，这个数量尚不足同方股份总股本的2%，对同方股份来说，既没有支付真金白银，又只是稀释了少量股权，可谓影响微小。

控制晶源电子后，再将同方微电子置入晶源电子，一方面可以将对晶源电子的控股比例提高到50%以上，另一方面属于合并报表范围内的资产调整，审批难度也会大幅降低。

即使经过了巧妙的安排，由于涉及上市公司分拆子公司上市这个敏感问题，同方微电子置入晶源电子的重组依然在证监会等了接近一年到2011年12月26日才通过重组委审核，到2012年3月才获得证监会批准，而重组全部完成已经是2012年7月的事情了。

"创一代"的无奈

晶源电子的创始人阎永江在公司2005年上市时已经60岁了，到2009年是64岁，早已过了该退休的年龄；其子35岁的阎立群虽然在公司做董事，但接班的迹象不明显；受金融危机影响，公司股价也已经从16元多的高价被腰斩到7元多，总市值已经降到10亿出头一点，公司未来发展的想象空间有限。在这种情况下，阎永江选择了被另一家上市公司收购，让出晶源电子的控股权。

⊖ 根据《上市公司收购管理办法》的规定，收购人拟收购上市公司股份达到或超过30%的，必须以要约方式进行收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重组完成后，2010年12月30日，原控股股东晶源科技决定进行公司解散并清算，不再控股晶源电子这个上市公司之后，这家控股公司的使命已完成。2011年6月6日，晶源科技召开股东会，会议审议通过了清算组提交的《唐山晶源科技有限公司清算报告》，并决定将清算剩余资产依据其股东出资比例进行分配。晶源科技所持有的晶源电子和同方股份的股票被分配给了晶源科技的自然人股东。阎永江获得1139.29万股晶源电子股票和2767.14万股同方股份股票。

2011年7月20日阎永江持有的同方股份解除限售后，他开始逐步减持同方股份股票。至2012年9月30日，阎永江即已退出同方股份前10大股东之列，应当是减持了大部分股票，按照其减持期间股价表现来看，阎永江减持同方股份获得现金超过2.5亿元。

在减持同方股份的同时，已经67岁的阎永江于2012年5月彻底退休并辞去了在晶源电子的总经理职务。在他持有的晶源电子股票解除限售后，阎永江也开始逐渐减持这家上市公司的股票。到2014年9月30日，阎永江减持了超过40%的股票，变现了1个多亿，剩余股票市值还有超过3亿元。已经年届70的阎永江安心做了富家翁。

A股很多上市公司老板都是“40后”“50后”的一波人，在20世纪八九十年代年富力强时，抓住了时代机遇创业成功。他们所在的公司都在21世纪前十年左右陆续登陆A股资本市场。然而完成上市后，由于时代背景和国内外经济环境背景发生了重大变化，有些是被新兴产业所代替，有些是赖以发家的某些成本优势不再，有些则是面临了更严格的环保或安全监管，很多公司的发展遇到了瓶颈或天花板。

当创一代们年事已高，到了即将退休或者早过了退休年龄，而富二代们又不愿意接班二次创业之时，相当一部分A股上市公司开始了转型发展，换大股东、换管理团队、置入更优质或者代表新的发展方向的资产……并购重组方兴未艾。而企业的原始创始人或者富二代们，成为持有上市公司股份的财务投资者，逐渐从公司经营者转为公司股东。应该说，股权分置改革后的A股市场为这种转型提供了便利，上市公司也得以可持续发展，晶源电子只是这类大潮中的一个典型例子。

晶源电子的故事还算圆满：同方股份入股后第二年，同方股份即启动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将其控股的同方微电子注入晶源科技的计划；2012年完成收购同方微电子后，公司更名为“同方国芯电子股份有限公司”，股票代码改为“同方国芯”，2012年度净利润大增至1.41亿元，较上一年度增长359.7%；2012年末再次发行股份收购了深圳国微电子有限公司，2013年度净利润再度攀升至2.72亿元，较2012年度增长92.9%。

晶源电子是在公司发展遇到瓶颈、实际控制人年龄较大的情况下选择了卖壳，而不是走到山穷水尽连续亏损才不得不卖壳的地步。公司原来的实际控制人也没有立刻拿钱走人，而是将一部分股票换成了另一家上市公司的流通股，并在限售期满后逐渐减持，退休后做了富家翁；晶源电子本身在新控股股东入主后接连置入优质资产，盈利能力得到大幅提升；公司股价持续攀升，屡创新高，普通投资者跟着也赚到了钱。可以说，晶源电子的卖壳，实现了一种多赢的结局。

江苏三友
实际控制人变更的一桩悬案

实际控制人变更案例

2005年一共只发行了15只新股，但在之后的8年间，这15家公司中就有黔源电力、飞亚股份、包头铝业、江苏三友、成霖股份、晶源电子6家公司都更换了实际控制人。

其中，黔源电力和包头铝业是因为国有资产划拨而变更了实际控制人。

2003年国务院国资委设立[㊀]，之后各省、市、县也陆续设立国资委。随着各级国资委的设立，新一轮国企国资改革启动，首任国资委主任李荣融曾明确表示：“国资委将充分发挥国有大企业特别是中央企业在并购重组中的作用，积极培育和发展一批具有国际竞争力的大公司和企业集团。”

㊀ 根据国务院授权，国资委依法履行出资人职责，指导推进国有企业改革和重组；对所监管企业国有资产的保值增值进行监督，加强国有资产的管理工作；推进国有企业的现代企业制度建设，完善公司治理结构；推动国有经济结构和布局的战略性调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些中央企业加速了对同行业地方国企的收购与整合，黔源电力和包头铝业的实际控制人变更正是基于这种背景。黔源电力的大股东由贵州省电力投资公司变更为中国华电集团公司，包头铝业的大股东包铝集团被划给了中国铝业公司，之后被中国铝业吸收合并。

有意思的是，黔源电力和包头铝业的实际控制人变更事宜，是在上市时就在招股说明书中预告过的。虽然证监会要求企业上市前三年实际控制人不得发生变更，但并未对上市后实际控制人变更的时间点有限制。不过，在招股说明书中就明确预告上市后实际控制人即将发生变更，仍然是极其罕见的。这也是在国企改革的特殊背景下的特殊案例。

除黔源电力和包头铝业两个特殊情况外，飞亚股份和成霖股份是因为经营业绩不佳、连续经营亏损而被借壳，此类案例在这十年间非常普遍。

晶源电子则是为数不多的被另一家上市公司以向原大股东发行股份购买资产方式收购的上市公司。

但以上这五个案例都不如江苏三友的故事离奇和令人费解。

江苏三友集团股份有限公司（江苏三友）上市前变更实际控制人，在长达六年的时间里秘而不宣，却在某个交易日突然主动向市场公开了这桩尘封多年的往事，实际控制人和上市公司都因此受到了监管机构的处罚，当年保荐公司上市的保荐代表人也连带受到了处罚。这家公司为什么要把自己掩盖多年的违法行为公之于众呢？这成了证券市场上至今未解的一桩悬案。

一纸公告揭开六年前秘事

2005年5月18日，江苏三友在深交所成功上市。根据当时招股说明书的披露，江苏三友的控股股东是南通友谊实业有限公司，控股比例53.344%。友谊实业是由当年集体所有制的友谊服装厂改制而来的一家企业。

江苏三友上市时，友谊实业由南通市人民政府直接管理的集体经济组织——南通市纺织工业联社持有82.9%的股份，而江苏三友的管理层张璞、常晓刚、葛秋等人合计持有友谊实业剩余17.1%的股份，其中张璞作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为江苏三友的董事长，持有友谊实业4.5%的股权。

张璞是江苏三友的核心高管。在江苏三友上市时，张璞不仅在上市公司任董事长，也在友谊实业担任董事，此外，江苏三友参股和控股的9家公司，包括南通三明时装有限公司、南通纽恩时装有限公司、南通三叶国际服饰有限公司等，法定代表人都是张璞。

2010年3月27日，上市即将满5年的江苏三友在毫无前兆的情况下，突然发布了一份《详式权益变动报告书》，披露了一个惊人的事实：张璞早在2004年公司上市前即从南通市纺织工业联社处受让取得了友谊实业25.5%的股权，受让完成后，张璞持有友谊实业30%的股权，控制了友谊实业，即成为江苏三友的实际控制人。在这次股权转让中，包括张璞在内的8名高管分别从南通市纺织工业联社处受让了部分友谊实业的股权，南通市纺织工业联社对友谊实业的持股比例从当初江苏三友招股说明书披露的82.9%实际上下降到了29.775%，即在上市前以张璞为首的公司高管就已经完成了对江苏三友的管理层收购。

公告中还披露：张璞与南通市纺织工业联社的转让协议在2004年6月5日签署，6月8日即经过南通市政府批准，2004年9月转让价款支付完毕。

为什么当时实际控制人变更的事情在招股说明书中被隐瞒了呢？原因显而易见——由于当时江苏三友正在申请IPO，根据相关法律法规的要求，在上市前三年内公司实际控制人不得变更。为了顺利完成IPO，江苏三友未披露实际控制人变更的事实。2004年6月15日，江苏三友的IPO申请通过发审会审核。2005年公司上市，直到2006年5月19日，友谊实业才去工商办理了股权转让的变更登记，但工商变更完成后，江苏三友也一直没有履行信息披露义务。

尽管包括批准交易的南通市政府、给管理层收购提供贷款的交通银行南通分行、完成交易程序的南通市产权交易中心、工商登记机关等一系列的相关主体都知道这件事，但江苏三友上市后，其隐瞒实际控制人变更这件事没有被任何人、任何媒体曝光揭露，公司安稳地在A股市场上度过了近5年。但不知为什么，公司及张璞本人选择了主动坦白被精心掩盖了六年的管理层收购事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2010年4月1日，在江苏三友“自首”后仅仅几天，江苏省证监局就因江苏三友涉嫌违反证券法律法规，对公司下达了立案调查通知书。

接下来，上市公司及高管都受到了处罚：2010年6月，深交所对江苏三友及张璞等人给予公开谴责、通报批评的处分；2011年12月，证监会对江苏三友给予警告处分并罚款30万元，对张璞给予警告处分并罚款20万元，同时认定张璞为市场禁入者，5年内不得从事证券业务或担任上市公司董事、监事、高级管理人员职务。

难解的“自首”原因

这件事的法律性质非常严重，张璞等公司高管在上市前对公司进行管理层收购，导致公司实际控制人变更，却隐瞒事实长达六年，构成招股说明书和上市公司年报等信息披露文件的虚假陈述；同时，公司在上市前实际控制人变更，实际上并不符合证监会要求的企业在A股上市的条件，因此在一定程度上也涉嫌欺诈上市。

这一事件浮出水面之后，在媒体上引起了巨大的反响和讨论，其中有代表性的是《每日经济新闻》的报道，认为江苏三友长期隐瞒实际控制人变更事宜，“其招股说明书、历年年报、半年报、股改方案等，至少13份公告涉嫌造假和虚假陈述，涉及数量之多、涵盖类型之广、持续时间之长，实属罕见，堪称A股市场20年来的造假之最了”。广大股民们对此也纷纷表示愤慨：“如果实际控制人都是假的，那么上市公司的公告还有多少可信度？投资者还能依据这些注水公告做投资决策吗？”

不过最令人百思不得其解的，还是公司和张璞主动披露当年这一违法行为的原因。

依常理而言，张璞等人可以继续隐瞒事实真相，既然没有人发现，他们就不必以公告的方式“自首”。如果几个管理层想退出，完全可以由直接持有上市公司股份的友谊实业将股权转让给第三方，管理层则可以一直躲在友谊实业的后面，私下里分享所取得的收益。因为管理层是间接持有江苏三友的股票，因此不管是转让股份还是股票质押，都不需要在上市公司层面进行公告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于是有人猜测说：一定是“实在瞒不下去了”。

有人认为瞒不下去的原因可能是江苏三友要进行重组，但江苏三友在公告承认当年实际控制人变更的前一个交易日，友谊实业即追加了股份锁定承诺，承诺在未来两年都不会减持公司股份。在之后三年多时间里，江苏三友都没有进行过资产重组。

有人认为是当初管理层收购时高管们从银行借的钱要还，没钱还要抵押股权就要公开披露。但此种说法也不成立，因为当时友谊实业持有的江苏三友的股票都解禁了，完全可以通过减持变现来偿还借款。而如果是抵押高管们持有的友谊实业的股权则并不需要公开披露。

还有人猜测是内部分赃不均。这一点我们无从考证，但顺着这个思路，出现了一种可能性。在真相曝光前，友谊实业持有的江苏三友的股份已于2008年11月28日全部解除限售，占江苏三友已发行股份数量的27.4%。但在限售股解除限售后，由于股市低迷，上市前持有公司股票的股东们并没有立即开始减持。到了2010年1月7日，公司股票已经从解禁时的3元出头涨到了9元左右，第二大股东日本三轮株式会社开始减持股票，并在随后半个多月内连续减持累计超过800万股，变现超过7000万元。友谊实业持有的江苏三友的股份市值已经超过了4亿元。由于当时江苏三友的公告文件中友谊实业的大部分股权是属于南通市纺织工业联社这个集体组织的，名义上南通市纺织工业联社间接持有上市公司的股份，折合市值超过3亿元，随着股市转暖，股价还可能继续攀升。

越来越高的市值，以及二股东实际变现的结果，可能让张璞等高管意识到了危险：虽然从工商登记的角度看，大笔财富实际上早已大部分易主为张璞等几位主要高管，但名义上却是属于南通市纺织工业联社的，理论上集体组织的所有者们还可以要求提出对财富的分配。就算没人提出要分配这部分财富，友谊实业减持股票所获得的收益再分配到管理层的时候，也可能会被好事者以侵占集体资产的名义进行追究。如何保证自己的利益落袋为安呢？只有从法律上确权，也就是公布真相。

公布实际控制人变更的事实面临的可能是证监会、交易所的处罚，但如果不公布，则有可能遭受巨大的财富损失。两害相权取其轻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在事实披露后，虽然被证监会处罚市场禁入，但张璞所间接持有的上市公司股权并没有损失：江苏三友公开承认隐瞒实际控制人变更事件前一个交易日（2010年3月26日）公司股票的收盘价为10.05元，友谊实业当时持有的股份市值约为4.47亿元，而张璞间接持有部分的市值为1.34亿元左右。当年张璞购买股权支付的成本为3800万元左右，其中1800多万是自有资金，另外1980万则是从银行贷款。显然，这些股权的价值在上市后的增幅是惊人的。

2012年10月，陆尔穗通过受让了部分友谊实业的股票成为江苏三友新的实际控制人，其中，张璞变现了10%的友谊实业的股份（也即其持有的友谊实业股份总数的1/3），转让价为4424万元，获利巨大。

出乎市场意料的是，更换了实际控制人后的江苏三友并未立刻开展重大资产重组，友谊实业持有的江苏三友的股票市值已经涨到了6亿多，张璞持有的友谊实业的股权价值依然过亿，而张璞还是友谊实业的法定代表人。张璞并未真正远离江苏三友。一度有人怀疑陆尔穗是代张璞持有江苏三友的股份，张璞依然实际控制着公司。但陆尔穗也是南通本地的知名人物，有关代持的怀疑也只能停留在怀疑层面了。

直到2015年年初，江苏三友才推出了重大资产重组方案，美年大健康携手慈铭体检借壳江苏三友，创新的借壳方案及体检第一股的概念让江苏三友股票连续大涨。江苏三友再次回到资本市场的中心舞台，但已然物是人非。

低廉违法成本难震慑欺诈造假

以上对于江苏三友和张璞主动“自首”原因的猜测只是我们根据现有公开信息披露进行的推测，并没有得到证实。

当初这件事浮出水面，舆论普遍认为性质恶劣，财经专栏作家曹中铭甚至评论说“对于这样一家靠隐瞒事实真相涉嫌造假上市的公司，监管部门有必要让其火速退市，以维护相关法律法规的威严，以还市场一个公平。”

但最终的结果是，证监会根据《证券法》做出的处罚只是对上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和张璞警告处分，并分别罚款30万元和20万元，张璞虽然被市场禁入，但持股收益分文不少。

在证监会的行政处罚文件下达后不久，有一些因江苏三友虚假陈述而受损股民也向法院提起了索赔诉讼。但案件进行得并不顺利。媒体报道称，股民前往起诉以后，作为法人被告的大股东南通友谊实业有限公司对法院送达的法律材料拒签，张璞、葛秋等前任或现任高管送达地址不详。而原定于2012年4月17日在南京市中级人民法院开庭审理的案件，也因为被告提出因管辖权异议而搁浅。最后，索赔事件不了了之。

面对巨大的获利和低廉的违法成本，不难想象，很多人都会选择铤而走险。中国证券市场多年来面临的造假不断、违法行为屡禁不止的原因恰在于此：我们的立法对违法行为的处罚力度不够，这些年来修法的过程中也并没有对违反证券法的“法律责任”这一部分进行及时修订。因此，中国证监会即使想要打击证券市场违法行为，也只能在现有的法律框架内做出裁决，实际上对侵害中小投资者的行为没有起到应有的威慑作用。

资本市场制度建设
IPO询价制度（二）：试水询价制

在中国，企业要上市，通过证监会审核是最重要的大考。如果审核通过，证监会给出发行批文之后，下一项关键的事情则是发行价的确定。因为发行价格将直接决定募集资金总额，即这次上市企业能拿到多少钱。

在2005年以前，IPO发行价是证监会核准的，除了需要做战略配售的大公司以外，大多数情况下，发行价格的确定都没有征求投资者的意见。对于A股市场的投资者来说，对IPO发行价只有两种选择：接受，或者不接受。

但证监会并不是市场买卖双方主体，发行价定高了，企业上市后出现破发，投资者不会指责上市公司或券商，而是指责证监会乱定价；发行价定低了，投资者赚了钱也不会想到要感谢证监会，上市公司则会觉得自己股票卖亏了，对证监会还是不满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价格应当由供求双方根据供求关系决定的，这是经济学的基本理论，政府部门作为市场监管主体，不应当直接参与价格的制定。

2004 年 8 月双鹭药业（002038）发行后，证监会暂停了 IPO，推出《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》(征求意见稿)，开始为询价制的正式推出做准备。2004 年 12 月 7 日，证监会正式发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，于 2005 年 1 月 1 日起实施。

这份文件，是未来十年中国证券市场的重要基础性文件之一，它初步解决了两个大问题：谁来给新股定价、如何定价。这份文件之后证监会对询价制做了几次调整，但调整的核心都是这两个问题。

谁来给新股定价？当然由买卖双方共同决定。

卖方是发行人和协助其发行的保荐机构，上述《通知》规定："保荐机构应在初步询价时向询价对象提供投资价值研究报告"，即投行对企业估值定价的一个初步判断。

而买方则是投资者，但散户没有能力决定发行价格，按照国际市场的惯例，理应由机构投资者来对发行价格做出判断。于是证监会确定了 7 类投资者作为询价对象：证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者和合格境外机构投资者（QFII)，以及其他经中国证监会认可的机构投资者。发行人及其保荐机构应向不少于 20 家询价对象进行初步询价，并根据询价对象的报价结果确定发行价格区间及相应的市盈率区间。

中国证券业协会对所有被认可的询价对象建立了清单，询价对象的具体名称及联系方式等信息在中国证券业协会网站公告，承销商可通过密码查询股票配售对象的具体名称及其指定账户信息，询价对象可通过密码查询其指定账户信息。

在实务中，因为当时证监会并没有明确哪些机构投资者属于第 7 类，因此，在实施询价制的早期，实际上询价对象就是前六类机构投资者。

有了定价的主体，那么**如何确定发行价格**?

按照《通知》规定，定价过程分为两个大的步骤：初步询价和累计投标询价。询价对象应在综合研究发行人内在投资价值和市场状况的基础上独立报价，并将报价依据和报价结果同时提交给保荐机构，即初步询价。初步询价确定发行价格区间后，发行人及其保荐机构应在发行价格区间内向询价对象进行累计投标询价，并应根据累计投标询价结果确定最终的发行价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在初步询价阶段，发行人及其保荐机构应向不少于 20 家询价对象进行初步询价，公开发行股数在 4 亿股（含 4 亿股）以上的，参与初步询价的询价对象应不少于 50 家。

为了获得询价机构的报价，保荐机构和发行人会组织现场路演，一般是在询价对象集中的北京、上海、深圳三地举办三场路演会，向询价机构的研究员们推荐公司，回答研究员们提出的各种问题，以期买方机构们能够更多了解公司，给出理想的价格。

发行价格区间确定后，发行人及其保荐机构在发行价格区间内向询价对象进行累计投标询价，并应根据累计投标询价结果确定发行价格。符合通知规定的所有询价对象均可参与累计投标询价。发行价格区间、发行价格及相应的发行市盈率确定后，发行人及其保荐机构应将其分别报中国证监会备案并公告。

初步询价形成的价格区间上限对于发行人和主承销商来说至关重要，证监会在价格备案的时候重点关注的是价格区间的上限，在最终确定价格的累计投标询价阶段，是不可超过上限发行的。

在中国市场上，由于股票供给一直是稀缺资源，新股长期以来非常受追捧，只要不是遇到市场大跌的情况，最终的发行价大部分都是按照价格区间的上限发行的，即便未及上限也是很接近上限。

发行规模小的中小板和创业板公司几乎都是按照价格区间的上限发行，价格区间在实务操作中没有什么实际意义，在程序上也更加烦琐。于是到了 2010 年 10 月，证监会修订《证券发行与承销管理办法》，规定："首次发行的股票在中小企业板、创业板上市的，发行人及其主承销商可以根据初步询价结果确定发行价格，不再进行累计投标询价。"这之后只有在上交所上市的公司，依然采用累计投标询价方式。

2012 年 5 月，证监会再次修订《证券发行与承销管理办法》，规定"采用询价方式定价的，发行人和主承销商可以根据初步询价结果直接确定发行价格，也可以通过初步询价确定发行价格区间，在发行价格区间内通过累计投标询价确定发行价格。"因此，此后在上交所上市的公司，也可以自主选择直接确定发行价格还是累计投标询价。

十年间证监会一直在不断修订和完善询价制，在本书后续章节会继续介绍每一次的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本市场制度建设
保荐制度（二）：保荐制入法

2005年1月1日起，证监会终止通道制，全面实施保荐制，并且规定保荐机构应当指定两名保荐代表人具体负责一家发行人的保荐工作，在此项发行保荐工作完成前，该两名保荐代表人不得再签字保荐其他项目，这就是所谓的中国投行保荐通道制度（随着资本市场的发展和创业板的推出，后来保荐代表人签字的项目数量有所放开）。于是保代变成了稀缺资源，成为众多券商争夺的对象。

保荐制实施之初在证券公司内部也存在很多争议：由于经过两次考试后依然有许多在通道制下干了十年的投行老同志，尤其是一些领导同志没能通过保荐代表人考试，而保荐代表人的话语权大幅提高，很多券商原有的管理机制与保荐制的冲突开始显现；另一方面，由于保荐代表人的身份就意味着项目通道，保代的身价大幅提高，原有投行薪酬体系受到严重冲击，所谓的“保荐代表人阶层”开始正式形成。

于是不断有人质疑保荐代表人的作用，甚至有一些券商高管向证监会进言保荐制毁了辛苦打造十年的投行。呼声之大，以至于保荐制能否继续推行下去，成为投行业关注的焦点之一。

2005年4月29日，证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。2005年5月25日，在三花股份发行、中小板上市公司满50家之后，IPO再次暂停，几乎所有的投资银行从业人员的精力都投向了轰轰烈烈的股权分置改革运动中。保荐代表人第一次大规模投入证券市场业务，随着保代们给公司带来收益，保荐制的第一次争议逐渐平息。

证券公司层面关于保代的争议平息后，已经通过考试的准保荐代表人[1]们（准保）却紧张起来。2005年8月到9月，由于新股发行暂停，2004年第二次考试通知规定的成绩有效期只有1年，眼看1年期限即将届满而注册无望，部分准保向证监会上书《论保荐代表人数量的紧缺性、紧缺的危害性以及解决对策》，要求更改注册条件。这是投行人之间第一次串联，虽然最终这份文件是否递交到了证监会有关领导手上尚未可知，但在2005年9月12日证券业协会发布的《关于2005年保荐代表人胜任能力

---

[1] 当时注册成为保荐代表人的条件是：“具备三年以上投资银行业务经历，且最近一年内至少担任过一个境内外已完成证券发行项目的项目主办人。”通过考试还未注册的投行人员被称为“准保荐代表人”，简称“准保”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

考试的公告》中，对成绩有效期的表述改为了“本次考试及2004年度保荐代表人胜任能力考试合格者成绩自公布之日起三年有效”。

不过，在保荐制度实施初期，还是有些人不那么在意这个身份。2005年9月26日，证监会发布公告：“鉴于万明、张弛已调离投资银行业务部门，根据《证券发行上市保荐制度暂行办法》的规定，万明、张弛已从保荐代表人名单中去除。”这是第一次有保荐代表人放弃这个投行业务。而在未来8年间，有越来越多的投行人员离开了投行，保荐制度的造富效应在市场蓬勃发展的时候达到过顶峰，之后又逐渐褪色。

2005年10月27日，全国人大常委会修订通过了新的《公司法》《证券法》，几乎是重新制定了资本市场的两部根本大法。在《证券法》第十一条明确规定：“发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券，依法采取承销方式的，或者公开发行法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。”保荐制正式成为法律规定，保代们的地位也由此稳固了下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

浮沉与梦想

第3章 2006年

IPO审核规范化

2006年，股权分置改革任务完成过半后，A股的IPO发行重新启动。《公司法》《证券法》在2005年完成大修，成为未来十年资本市场制度建设的基础性法规，在此基础上证监会新出台了《首次公开发行股票并上市管理办法》，新股发行再次开闸。

股权分置改革基本完成后，A股进入全流通时代，支持关系国民经济的大型央企和金融企业上市就成为中国资本市场的首要任务之一。工商银行、中国银行、中国国航、中国人寿等都是2006年登陆A股市场的。

工商银行上市是这一年A股的最重要事件，不仅对工商银行自身的发展是一个里程碑事件，对中国资本市场的发展也起到了重要作用。沪深A股市场总市值前50名的公司中，超过60%是在2006年之后上市的，而总市值前10名中只有中国石化是在2006年之前上市的。这些公司上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市后，不仅使中国证券市场市值占 GDP 的比例大幅提高，中国证券市场对国民经济的重要程度不断提高，更重要的是推动了大型央企和金融企业的规范化发展，并为未来进一步的混合所有制改革奠定了基础。

在 2006 年，由于之前推出询价制以及股权分置改革而两次暂停 IPO 的影响，很多早在 2004 年就通过了发审会审核的企业还在排队等待发行。然而，由于过会时间太早的企业需要补充披露财务数据，再加上《首次公开发行股票并上市管理办法》的新出台，这些在旧制度下通过发审会的企业反而比 2006 年过会的企业更晚在 A 股发行上市。这体现了 A 股市场因为发展尚未成熟而产生的一个现象：企业不能自主决定发行时间点。政策的不确定性导致部分企业由于受发行时间窗口的影响，上市的命运可能是天壤之别。

此外，询价制试点一段时间后，在询价制逐步被市场熟悉与认可的过渡期间，因为主承销商的疏忽大意，出现了南岭民爆发行期间由于一个低级错误导致申购无效事件，成为 2006 年发行的一个小插曲。

资本市场制度建设
《首发办法》明确规范 IPO 审核标准

2005 年 10 月 27 日，第十届全国人大常委会第十八次会议审议通过《公司法》《证券法》草案。与以往不同的是，这次对《公司法》和《证券法》的修订是 1993 年《公司法》和 1998 年《证券法》出台之后第一次全方位修订，一举奠定了未来十年的资本市场制度基础。

根据新《公司法》和《证券法》，证监会于 2006 年颁布了《首次公开发行股票并上市管理办法》《上市公司证券发行管理办法》《上市公司收购管理办法》等一系列中国资本市场的基础性文件，对 IPO、再融资、上市公司收购等事项提出了明确规范，标志着证券市场融资功能在新的法律框架和全流通的新机制下重新启动。

同时，证监会还修订了一系列制度文件，包括《上市公司股东大会议事规则》《上市公司章程指引》等，制定了《保荐人尽职调查准则》，进一步规范上市公司、拟上市公司和保荐机构的内部治理。

除了两部资本市场基础法的修订，上述制度出台的另一个背景是：截至 2006 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4月底，已经有874家上市公司提出了股权分置改革方案，股权分置改革工作已经完成超过60%，上证指数也已经从998点涨到了1440点，A股市场形势一片大好。

于是，在《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》发布整整一年后，证监会在2006年4月29日公布了《首次公开发行股票并上市管理办法》的征求意见稿，并于2006年5月17日正式发布实施，一周之后的5月24日晚上，中工国际刊登《招股意向书》，宣告暂停了整整1年的新股发行正式恢复。而2005年5月24日，正是本次暂停发行前最后一只新股三花股份发行股票的日期。

《首次公开发行股票并上市管理办法》(《首发办法》)的公布，第一次明确了IPO发行的条件，标志着A股IPO审核标准自此以证监会部门规章的形式正式确定了下来。

在此之前，中国证监会从未向社会公开发布发行新股的条件和标准，而是以证监会发行部的名义颁布了18个股票发行审核标准备忘录，并以内部通知的形式发布过《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》。这些文件中对发行新股的条件、标准做出了说明，但并没有形成正式的、系统的、公开的规章制度，一些标准尺度的掌握也并不严格。

《首发办法》从主体资格、独立性、规范运行、财务与会计、募集资金运用几个方面对申请发行新股的发行条件做了明确规定。同时对发行程序、信息披露、监管和处罚等也做出了系统化的规范。

与过去的审核标准备忘录和内部通知不同，《首发办法》对发行人从公司治理和财务指标两个方面提出了较为严格的条件，对证券法规定的发行条件进行了细化。一方面，针对过去由于改制不彻底、部分剥离上市、模拟计算业绩带来的上市公司不独立、业绩不真实的情况，《首发办法》加大了对发行人独立性的要求，体现了鼓励整体上市的精神，从增量上调整了上市公司结构。另一方面，考虑到多层次资本市场建设的需要，《首发办法》对在主板上市的公司提出了较高的财务指标要求，为今后在创业板上市的公司预留了空间。

《首发办法》第一次明确提出了对拟上市公司的财务指标要求，主要标准有两条：①最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据。②最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在征求意见稿出台之前，一度有传言说：对三年累计净利润的标准设定为5000万元，但是因为已经过会待发行的得润电子（三年累计4200万元）、威尔泰（三年累计4042万元）、天源科技（三年累计3322万元）、瑞泰科技（三年累计4107万元）等一批中小企业板的公司扣除非经常性损益后三年累计净利润不足5000万元，最终的发行条件定在了扣除非经常性损益后三年累计净利润不低于3000万元。

在有了明确的财务方面的发行条件后，新上市的一批公司的财务报表反映出的盈利能力比此前上市公司的盈利能力整体上有了显著提高。为了避免证监会怀疑发行人做利润勉强达到财务指标而从严审核，很少有投资银行愿意压着审核标准的底线去上报材料。虽然《首发办法》只是要求三年累计净利润3000万，但后来，中小企业板上市的标准逐渐被实质性提高到发行前一年净利润在3000万元以上。发行前一年净利润不足3000万元的，不少投资银行都不愿意保荐承销了。个别投资银行内部将保荐申报IPO的企业盈利标准提高到了发行前一年净利润在4000万元甚至5000万元以上。因此，明确的发行条件，有利于上市公司质量的提高。

除了对上市要求的净利润、收入及现金流指标做出规定之外，《首发办法》从防范重大风险的角度，对上市前存在可能对持续盈利能力产生重大不利影响的情形做出了禁止性规定，要求发行人不得存在下列情形：①经营模式、产品或服务的品种结构已经或将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；②行业地位或者所处行业的经营环境已经或将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；③最近一个会计年度的营业收入或净利润对关联方或有重大不确定性的客户存在重大依赖；④最近一个会计年度的净利润主要来自不能合并财务报表的投资收益；⑤使用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或使用存在重大不利变化的风险。

《首发办法》对持续盈利的规定，实际上是对《证券法》第十三条第二款“公司公开发行新股，应当符合下列条件：（二）具有持续盈利能力，财务状况良好”的细化规定。在《首发办法》公布实施之后，企业是否具有持续盈利能力这一条件，也常年在证监会否决IPO申请的否决理由中排名第一。然而证监会审核通过后，上市公司又经常出现上市后业绩下滑、持续盈利能力下降的问题。

实践证明，上市公司行业分布广泛、国内国际经济形势变幻剧烈，监管机构并不能对一个公司的未来持续盈利能力做出准确判断，而将持续盈利能力列入发行条件就意味着证监会对核准的公司进行了背书，在上市公司业绩下滑尤其是上市后业绩迅速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变脸时，证监会反而会面临巨大舆论压力。关于这个问题的探讨还会在后面的章节中继续展开。

《首发办法》对信息披露的要求进一步提高，明确规定**"招股说明书内容与格式准则是信息披露的最低要求。不论准则是否有明确规定，凡是对投资者做出投资决策有重大影响的信息，均应当予以披露。"**

这条规定显示证监会的审核理念已经开始发生了变化，从2006年《首发办法》颁布起，证监会开始逐渐转向**"以信息披露为中心"**的审核方式，之后的几年里，审核期间的反馈意见要求逐渐从"请发行人说明"某一情况，改为了"请补充披露"某一情况，招股说明书的信息披露内容越来越多，风险因素的披露要求也越来越高。

在加强对招股说明书信息披露要求的同时，证监会根据《证券法》的规定推出了预披露政策[1]。在申请文件受理后、发行审核委员会审核前在证监会网站上进行预先披露招股说明书申报稿。

证监会在《关于〈首次公开发行股票并上市管理办法〉的起草说明》中指出：预先披露制度推出目的在于让投资者能够在公司刊登募集说明书之前提早了解公司情况，及时发现问题，有较充裕的时间做出投资决策。预先披露制度的实施，建立了一个强化市场对发行人进行约束的新机制。证监会在以信息披露为中心的审核理念指引下，逐渐加强了对预披露的时间要求。自2012年2月1日起，发行人及其中介机构对中国证监会审核部门关于发行申请反馈意见落实完毕后，即安排预先披露，同时报送发审会材料，提前了预披露时间。2013年底，证监会再次发文将预披露时间提前到"受理即预披露"。

在实践中，对预披露的招股说明书感兴趣的往往不是证券市场的投资者们，因为A股市场的很多散户投资者很多人买卖股票并不看招股说明书，甚至都不一定知道公司是做什么业务的，只是听到有人推荐个代码就敢买这家公司的股票；机构投资者们往往也是在正式的招股说明书公告开始招股之后才会研究招股说明书。因此，事实上预披露招股说明书的阅读对象并不是投资者，而是监管机构的审核人员、寻找案例的中介机构，以及媒体记者、竞争对手等。

预披露制度出台后，发行人和中介机构最大的压力来自举报信和媒体报道。由于上市牵涉的利益巨大，证监会审核放行比较谨慎，实名举报和媒体报道均要求发行人和中介机构必须核实回复，确认不存在重大问题后方可继续后续的审核批准程序。因

[1] 《证券法》第二十一条规定"申请首次公开发行股票的发行人，应当预先披露相关文件"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此，在上会前、领取批文前、发行前和上市前等关键时点的举报信及媒体报道会对上市进程产生严重不确定性的影响。

如果举报内容和媒体报道属实且影响重大，发行人和中介机构就应当承担相应责任；但很多时候也会出现单纯为了拖延上市进程的举报内容和不痛不痒的媒体报道，经过反复核查后确认没有问题不影响发行，但却可能因此错过了发行窗口。

为了不影响上市工作的顺利进行，一些财经公关公司开始在财经媒体和发行人之间充当“掮客”，负责协调发行人和媒体之间的关系，甚至帮发行人花钱买个平安。这种“潜规则”直到2014年9月因某财经媒体和几个财经公关公司涉嫌犯罪被抓捕后才被曝光。

但客观上，预披露制度的实施，有利于首次公开发行股票审核工作的进一步透明化，在社会监督下，拟上市公司的虚假披露和造假上市的成本大幅提高。

此外，股权分置改革后，对首次公开发行上市公司不再区分流通股和非流通股，市场的运行机制发生了根本性变化，证监会继续推进市场化改革，加强市场对发行人的约束机制。《首发办法》对以往的审核政策做出了一些调整。例如：

（1）取消IPO筹资额不得超过净资产两倍的规定。新股发行采用询价制度后，相同发行股数的筹资额会根据询价结果的不同出现较大变动，事前硬性规定筹资额上限的做法已不能适应市场化改革的新情况。因此，《首发办法》取消了过去执行的筹资额不得超过净资产两倍的规定，交由发行人和投资者决定，由市场的内在机制进行约束。只保留了筹资额和投资项目应当与发行人生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应的要求，并要求发行人建立募集资金专项存储制度，以便于对募集资金的使用情况进行监督。

（2）取消关联交易比例不得超过30%的规定，对关联交易提出了更加严格的披露要求。不公允的关联交易是大股东侵占上市公司利益、操纵上市公司利润的重要手段之一。但是，简单的关联交易比例要求还不能解决关联交易不公允的问题，也易于被发行人采取各种手段降低表面数字来规避监管（例如人为控制在29%），反而造成信息披露的不真实。因此，《首发办法》未对发行人的关联交易比例做出具体的数字规定，而是对发行人提出了更加严格的披露要求，由投资者根据披露的信息做出投资决策。

（3）取消首次公开发行上市前12个月内不得增资扩股的规定，但提高上市前突击入股股东的禁售期要求。修订前的《公司法》第一百三十七条的规定，两次股票发行需间隔一年以上，公司在首次公开发行上市前一年内增资扩股存在法律障碍。新的《公司法》《证券法》取消了两次股票发行需间隔一年以上的规定，《首发办法》也不再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对发行人发行上市前12个月内通过扩股引进新股东设置禁止性条款。取消这一规定，有利于企业在发行上市前根据自身情况引进战略投资者。但是，为解决突击入股谋利的问题，对于此类股东认购的股份提出了更长的禁售期要求，12个月内入股的股东其股票锁定期被规定为上市之日起3年。

《首发办法》实施后，证监会逐渐放行新股发行，6～10月分别发行5只、9只、8只、9只和6只新股[⊖]，在10月工商银行发行完毕后，新股发行工作逐步走上正轨，2006年11月和12月分别发行了16只和17只新股。2006年度共发行新股70只，募集资金1642.56亿元，创下了中国证券市场首发融资额的新纪录。

工商银行
航母级公司驾临A股

大象起舞

2006年10月27日，工商银行的股票在上海证券交易所和香港联交所同日挂牌交易，开创了在A股和香港H股同时上市的先河（简称A+H上市）。之后，中信银行、农业银行、新华保险等多家公司也步工商银行的后尘，采用了A+H同日上市的模式。

工商银行的上市，创造了多项纪录：

当时全球最大规模的IPO；
当时A股市场市值最大的上市公司；
首次A+H同步发行上市；
首家挂牌首日即有权证买卖的港股；
首次引入绿鞋机制；
首次在H股采用预披露机制；
……

⊖ 由于刚恢复发行，加上7月底之后，以2005年报为最后申报报表的招股说明书财务报告有效期即将过期，需要补充审计2006年中报后才能发行，所以这期间新股发行节奏并不快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此，工商银行上市是中国资本市场的里程碑事件。

工商银行于2005年10月28日完成股份制改造，设立股份有限公司。在此之前，虽然账面上实现了盈利，但公司净资产早已处于负数。2004年年末，工商银行净资产为-5081.63亿元，不用说资本充足率的问题了，连资本金都已是负数。对于一家关系到中国经济命脉的超大型金融机构来说，没有资本金不仅是能否发展的问题，而是关乎整个中国经济安全的重大风险问题。

不仅工商银行一家国有银行，“工农中建”四大行的形势差不多。农业银行到2007年年末的净资产还是-7276.05亿元；中国银行2002年年末净资产为-500.41亿元；建设银行招股说明书未明确披露2004年之前的净资产数据，但根据招股书中对财务重组的描述，2002年末的净资产也是巨额负数。

建设银行等不及股权分置改革的完成，在2004年完成股份制改造后于2005年率先在香港发行H股并上市；同样，中国银行也是在A股宣布新股发行开闸的第二天即开始在香港招股，并在2006年6月1日在香港联交所H股上市。过了不到十天，中国银行A股发行申请于6月9日通过证监会发审委审核，6月23日成功发行A股募集200亿元。

而此时，工商银行申请上市的材料还没递进证监会，甚至连上市所必需的股东大会表决程序都尚未履行完毕。

工商银行选择的A+H同步上市的发行模式尚属首创，也是一项挑战。2006年10月19日，《南方周末》的报道《工行首唉，A+H同步发行，集资1700亿破全球纪录》中称：“据悉，交行和中行都曾计划A+H同步，但最后都要先H后A。因为同步上市涉及技术及政策因素，香港与内地上市条例不同，信息披露不一致，这些都成为A+H同步上市的障碍。在工行上市前，甚至有业界人士称，要想完成A+H同步上市的突破，必须还要5年的时间”。“但随着中行在H股成功发行一个月之后登陆国内A股市场，对于大盘的走势并没有产生负面影响，反而成为稳定市场的大盘蓝筹股，这点增加了监管层希望工行同步上市的愿望。从国内证券市场发展的角度和银行业的角度，大家普遍认为工行进行财务重组和股份制改造之后是好公司，资产质量优良，如果能够在国内上市，对于稳定市场有好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

处。因此监管层希望工行能够A+H同步发行。”

鉴于工商银行上市的重要战略意义，经过多方机构的协调努力，A+H的方案最终敲定。2006年7月22日，《经济观察报》报道称，中国工商银行H股、A股同步发行方案已经获批。这个消息也得到了中国银监会主席刘明康在2006年银监会年中工作会议上发言的证实。2006年7月31日，工商银行召开2006年第四次临时股东大会审议通过了《首次公开发行上市方案的补充议案》，决定A、H股同时发行并上市。

不过，在上市时机的选择上，有权威人士认为，工商银行上市还是以考虑外部市场环境为主，因为H股发行规模更大，并且是遵循完全国际化的上市程序，而国内市场相对好协调。因此有媒体称，中国证监会是按照H股的发行时间表对工商银行的上市保驾护航。

8月15日，《第一财经日报》报道：“如一切顺利，工行将于9月21日接受港交所聆讯，10月上旬全球路演，10月中旬公开招股。预计中国证监会也会为工行发行A股开启特别绿灯，以确保同日挂牌。”

9月初工商银行已经宣布上市日期定在10月27日，但此时中国证监会发审委还没有审议通过工商银行的发行申请。按照10月27日上市的时间表倒排，证监会发审会确定在了9月26日。就在通过发审会的当晚，工商银行即刊登了招股意向书，宣布开始招股。工商银行上市的整个进程安排得相当紧凑，从股东大会通过决议到成功上市仅用了不足3个月时间。

2006年10月16日，工商银行刊登发行公告，A+H股同时发行上市，在A股市场初始发行股数为130亿股，发行价为3.12元人民币/股；香港H股初始发行股数为353.91亿股，发行价为3.07港元/股[⊖]。

工商银行本次发行选择了使用超额配售选择权，俗称“绿鞋”机制。2006年11月17日，工商银行公告超额配售选择权实施结果，A股最终超额发行19.5亿股，H股最终超额发行53.0865亿股，均全额行使超额配售选择权，A+H股累计募集资金总额高达1736亿元，折合美元219.79亿元，创下了当时全球有史以来IPO募集资金规模之最。

⊖ 发行公告刊登日人民币/港元的汇率基准价为1港元=1.0163元人民币，本次发行为同股同价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3年以后，农业银行以221.2亿美元的募集资金规模超过了工商银行成为全球最大IPO；2014年阿里巴巴在纽交所上市，通过行使最高15%的超额配售权，使得阿里巴巴上市融资额达到约250.3亿美元，再次超过2010年的中国农业银行，成为有史以来全球最大规模的IPO。

绿鞋机制简介

工商银行IPO，中国股民第一次听说了“绿鞋”这个词。2006年，中国证监会颁布的《证券发行与承销管理办法》第四十八条规定：“首次公开发行股票数量在4亿股以上的，发行人及其主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。”这其中的“超额配售选择权”就是俗称的绿鞋机制。

之所以得名为“绿鞋机制”（Green Shoe Option），是因为这一超额配售选择权制度最早是由美国一家名为“波士顿绿鞋制造公司”的企业于1963年IPO时率先使用的，后来演变成超额配售选择权制度的俗称。

具体而言，超额配售选择权，是指发行人授予主承销商的一项选择权，主承销商在股票上市之日起30天内，有权择机按同一发行价格比预定规模多发15%（一般不超过15%）的股份，即可按原定发行量的115%销售股票。获得这一授权的主承销商会先按原定发行量的115%向投资者销售股票，这其中包含一部分超额认购的投资者。

如果发行人股票上市后的价格高于发行价，主承销商就行使超额配售选择权，要求发行人增发15%的股票，分配给事先提出超额认购申请的投资者，增发部分计入本次发行股数量的一部分，实际发行股票数量为原定数量的115%。主承销商可赚取额外的发行承销费。

反之，如果发行人股票上市之后的价格低于发行价，主承销商用事先超额认购15%的这部分资金，按不高于发行价的价格从二级市场回购发行人股票，然后分配给提出超额认购申请的投资者，此时实际发行的股票数量与原定数量相等，即100%。而主承销商以低于发行价的市价回购股票分配给提出超额认购的投资者，可以赚取差价，并不会受到损失。同时，主承销商在二级市场上买入发行人股票的行为可以起到支撑发行人股价的客观作用。

绿鞋机制的引入是为了防止股票上市后30日内的快涨快跌现象。主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

承销商在不动用自有资金的情况下，通过行使超额配售选择权调节一二级市场上新股的供给，可以平衡市场对该股票的供求，起到稳定市价的作用。

在国际资本市场上，绿鞋机制的运用非常普遍。实际操作中，超额发售的数量由发行人与主承销商协商确定，一般在5% ~ 15%，并且该期权可以部分行使。同时，承销商在什么时间行使超额配售权也存在一定变数。

行使超额配售权，对于上市公司来说可以多融入资金，对于承销商来说，则可以按比例多获得承销费。绿鞋机制利于新股的成功发行，在一定程度上也保护了投资者利益，因而是多赢的安排。

还有一个附加效果是，超额配售的股票一般会配售给予承销团关系密切的投资者，由于配售价格与发行价一致，并低于市场价，投资者有利可图，主承销商也可借此进一步巩固与各财团的关系。

绿鞋机制主要在市场气氛不佳、对发行结果不乐观或难以预料的情况下使用，用以稳定股价。可在一定程度上防止新股发行上市后破发，增强参与一级市场认购的投资者的信心，实现新股股价由一级市场向二级市场的平稳过渡。采用“绿鞋”机制可根据市场情况调节融资规模，使供求平衡。在工商银行之后，2010年农业银行和光大银行发行上市过程中，绿鞋机制再次起到了维稳的作用。

上市对工商银行的意义

IPO对工商银行的发展具有里程碑式的意义，随着资本金大幅增加，IPO前两年资本金还是赤字的工商银行开始了迅速的规模扩张，一度成为全球市值最高的银行、全球最赚钱的银行。

2013年度工商银行实现净利润2620亿元，甚至已经超过了公司上市前的收入规模；与2005年度374.05亿元的净利润相比，上市7年来利润的年复核增长率高达27.6%。2013年工商银行位列英国《银行家》年度全球1000家大银行榜首，在美国《福布斯》杂志全球企业2000强排名中成为全球最大企业，并首次入选全球系统重要性银行，成为一家世界级的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国公司。

2003 ~ 2013 年工商银行主要指标情况如表 3-1 所示。

表 3-1　2003 ~ 2013 年工商银行主要指标　　（单位：亿元）

	总资产	总资本净额	核心资本	利息净收入	手续费和佣金净收入	净利润
2003 年度	45 601.74	—	—	1165.88	56.24	223.74
2004 年度	50 728.74	—	—	1286.08	82.08	307.63
2005 年度	64 572.39	3118.44	2555.86	1479.93	105.46	374.05
2006 年度	75 091.18	5308.05	4620.19	1631.18	163.44	487.19
2007 年度	86 842.88	5767.41	4840.85	2244.65	383.59	812.56
2008 年度	97 576.54	6200.33	5105.49	2630.37	440.02	1107.66
2009 年度	117 850.53	7319.56	5864.31	2458.21	551.47	1285.99
2010 年度	134 586.22	8723.73	7091.93	3037.49	728.40	1651.56
2011 年度	154 768.68	11 124.63	8503.55	3627.64	1015.50	2082.65
2012 年度	175 422.17	12 990.14	10 104.63	4178.28	1060.64	2385.32
2013 年度	189 177.52	15 722.65	12 668.59	4433.35	1223.26	2629.65
2014 年度	206 099.53	18 121.17	15 212.33	4935.22	1324.97	2762.86

自 2006 年上市以来，工商银行实施了高分红策略，2010 年度之前分红比例超过当年实现净利润的 40%。2010 年，因市场对金融类公司大额融资的恐惧，证监会建议金融类公司多用利润补充资本金，因此工商银行之后的分红比例略有下降，但依然维持在 33% ~ 35% 的水平。上市后工商银行累计现金分红已超过 4800 亿元。

由于银行类股票市盈率较低，使得工商银行的股息率相对较高，多年处于 4% 以上的水平，远超银行定期存款水平，从而吸引了较多长期资金驻扎，股票日换手率经常不足 0.1%，年换手率也逐渐降到 5% 以下，与普通股票散户短线资金为主的投资者结构呈现出显著差异。

相对来说，H 股投资者们更看好工商银行，工商银行 H 股价格常年超过 A 股价格在 10% 左右。同时有 A 股和 H 股股份的上市公司，A、H 股之间普遍存在价差，金融、地产类公司往往是 A 股价格低于 H 股价格，而矿产、有色金属、医药类公司却是 H 股价格低于 A 股价格，两地投资者的投资理念存在着明显差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

航母级企业上市的重大意义

随着股权分置等历史遗留问题的解决，监管层越来越认识到，让优质的企业在国内上市，可以提高上市公司的整体素质、增强上市公司在国民经济中的重要性，是证券市场迈入良性发展的重要一步。

2006年，中国银行、大秦铁路、中国国航、工商银行、广深铁路、中国人寿等重量级公司登陆A股市场，拉开了事关国计民生的大公司争相上市的时代大幕。之后的6年间，一大批大型企业陆续登陆中国A股市场。

这些关系到国计民生的航母级企业的上市，对中国经济的发展做出了重大贡献：

（1）相对规范化、透明化的证券市场为这些关系到国计民生的重量级企业的合规发展起到了较好的监督和促进作用。

（2）股权分置改革后股票具有了市值概念，有利于这些公司利用资本市场平台迅速扩张，增强国际竞争力。

（3）随着这些公司发行上市，按照规定，部分国有股转交社保基金持有，大幅增加了对社保基金的补充，有利于未来国民社会保障水平提高。

（4）国有资产证券化后，有利于国有资产管理的深化改革和混合所有制改革的推出。

另外，对于证券市场本身而言，越来越多的重量级企业陆续进入证券市场，证券市场就可以越来越准确反映中国经济的发展情形，证券市场有望真正成为中国经济的晴雨表。

从存在与发展的历史看，中国资本市场从一开始的单方面强调融资功能，演进到了激励创业、创新、创造及资源整合的功能，并为进一步发展金融衍生品市场提供了基础，未来必将为国民经济发展提供更加全方位的金融支持。

大盘股IPO不会影响市场走势

进入股市的资金规模对股市波动会有重大影响，多数时候A股都是一个资金推动型市场，因此A股一直有一种说法认为：**大盘股的发行会导致**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资金分流，使得市场下跌。因此当有大盘股驾临，舆论上就会出现要求证监会“护盘”的声音。在当时的时间点上，A股刚恢复新股发行，广大投资者对大盘股的发行心存顾虑，认为可能会拖累整个盘面的走势。

在工商银行上市前，2006年已经发行了中国银行、大秦铁路、中国国航3只大盘股，算是给工商银行的发行做了热身。其中，中国国航在发行首日盘中出现了市场成交价跌破发行价（俗称“破发”）的情形，最终勉强保住发行价。但在随后的几个交易日中破发。

考虑到工商银行在A股发行募集资金至少也有超过400亿元，当时证监会也为工商银行的IPO发行留足了时间窗口：从2006年9月26日工商银行上发审会开始至10月19日工商银行发行缴款日止，没有再安排第二家公司IPO发行。

从工商银行宣布开始招股到发行完毕，上证指数从1712.64点涨到了1792.25点，上涨了接近5%。事实证明，在市场本身走势良好的情况下，工商银行的发行上市对上证指数几乎没有产生什么负面影响，航母下水并未对市场产生重大冲击，与三年前长江电力上市时相比，市场的承载能力已经有了大幅提高。

工商银行完成发行后，证监会加快发行节奏，全年一共发行70家，自10月30日起两个月时间连发35只，其中还包括募集103.32亿元的广深铁路和募集资金283.2亿元的中国人寿这样的“大家伙”。

实际上，由于经济形势向好，自2006年5月起，上证指数展开几乎单边上扬的攻势，至2006年12月31日收盘2675.47点，8个月累计上涨超过1230点，涨幅高达85.76%。而这8个月70只新股累计募集资金1642亿元，创造了A股市场IPO募集资金规模的纪录。

由此可见，巨额IPO融资并未对市场产生负面影响，所谓的“IPO抽走市场资金会导致市场下跌”的观点实际上依据不足。资金的逐利性决定了资金会流向可以获利的领域，投资于股市的资金规模不是一成不变的。因为进出股市的资金并没有太多人为的限制，与几十万亿流向房产、理财、信托等投资领域的资金相比，千亿规模的IPO融资可以说微不足道；市场中的股票是否具有投资价值、股票市场是否具备了赚钱效应、资金是否愿意进入市场才是市场涨跌更重要的原因。因此，新股发行不会改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变市场本身的发展趋势，市场的涨跌与新股发行没有必然的联系。

中国国航
从破发到9倍

预料中的破发

2006年是A股迎来的头一个大盘股集中上市年。2006年A股发行70只新股，融资总额为1642.56亿元，其中有10家公司募集资金在30亿元以上，这10家公司总计募集资金达到了1392.97亿元，占全年募集资金总额的84.8%。

在这10家公司中，发行过程最惊险的是中国国航。

中国国航A股发行的时机不是很理想。一方面由于当时燃油成本持续上涨，虽然2005年度公司收入较2004年度增长了15%，但净利润却下滑了33%，盈利水平处于下降通道；另一方面是A股刚刚恢复新股发行，就接连发了中国银行和大秦铁路两个募集资金过百亿的大盘股，中国国航发行前，正好是上证指数从阶段高点1757.47点回调的时候（见图3-1）。

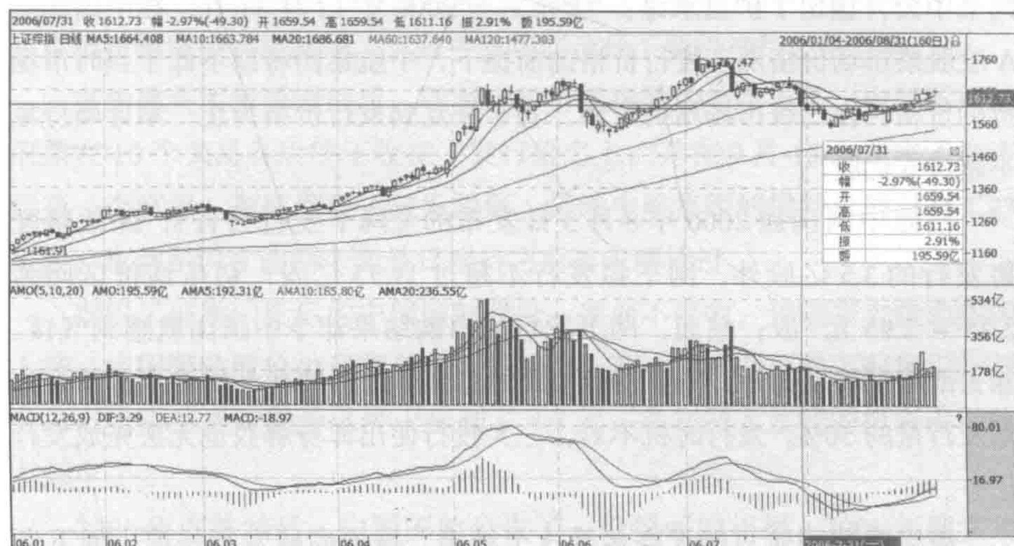


图3-1 上证指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，中国国航却等不及合适的时间窗口，必须尽快发行了。

公司此时资金链紧张，偿债压力大。尽管资产负债率只有不到70%，但公司2005年年末的流动比率却只有0.33，比2004年年末的0.61下滑了接近一半。账面的货币资金只有27亿出头，要偿还的短期借款和一年以内到期的长期借款合计却有126亿元，发行A股融资可谓刻不容缓。

此外，上半年是航空业的传统淡季，2006年上半年公司净利润只有不到1.5亿元（2005年度净利润为17.1亿元），每股收益不到2分钱，而如果不能在7月31日之前发布招股意向书开始招股，就必须要补充上半年的财务报表后才能发行，难看的中期财务报告将使得发行更加困难。

最终，中国国航于2006年7月31日刊登了招股意向书，宣布拟发行不超过27亿股A股。根据招股意向书中计划的募集资金投资项目，中国国航拟通过募集资金购买总价53亿美元左右的45架飞机，折合人民币超过430亿元。由于中国国航H股市价也就是在3港元上下，对照来看，A股27亿股的IPO发行无论如何无法满足430亿元的募集资金规模。但是中国国航显然期待能够多募集一些资金缓解燃眉之急。

为了保障中国国航的A股发行，公司控股股东中国航空集团在招股意向书中公开做出了护盘承诺："上市后至2006年12月31日，在中国国航A股股票市场价格低于发行价格的前提下，中航集团将以不低于当时市场价的价格，在二级市场增持股票，直至恢复到发行价格为止，累计增持量不超过6亿股"。

按照中国国航2006年8月3日发布的《网下发行公告》，除战略配售发行的3.5亿股外，网下拟发行不超过11.75亿股，初步询价区间为2.75～2.95元/股；然而，网下发行的申购结果却令中国国航感到气馁，除去战略配售发行外，网下发行接到的总订单竟然只有5.41亿股，不足计划发行量的50%。发行时机不对，三大投行使出浑身解数也无法完成发行任务。

最终中国国航只能无奈接受这个结果，被迫缩减发行规模，网下发行按照2.8元/股定价，总计只发行了81 950万股，同时网上发行规模也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

缩减到 81 950 万股，总计发行了 16.39 亿股，募集资金总额只有 45.89 亿元。即使下调了发行规模，网上认购中签率依然高达 5.328%，可见当时发行的市况惨淡。2006 年的新股平均中签率只有 0.5374%，即使是当年上市的超级大盘股工商银行，中签率也只有 3.28%。中国国航这个在当年创了纪录的高中签率值，直到 4 年之后才由华泰证券以 14.43% 的超高中签率打破。

惨淡的认购结果，意味着投资者非常不看好中国国航的上市前景，也预示着公司股票上市后将面临巨大的破发压力。

2006 年 8 月 18 日，中国国航在上海证券交易所上市，不出所料，开盘价 2.78 元即跌破发行价，成为股改以来第一只上市当日交易即跌破发行价的新股。新浪财经报道称："新股不败"神话就此破灭。

从破发到上涨 9 倍

根据招股意向书中做出的承诺，中国航空集团在中国国航股票破发后应当增持公司股票，在中航集团的力撑下，中国国航上市首日最终勉强保发，收盘价为发行价 2.8 元。第二个交易日股票继续下跌，中航集团再次出手护盘。连续两个交易日，中航集团已经增持了 1.23 亿股，合计超过两个交易日总成交量的 35%。按照这样的速度下去，中航集团承诺的 6 亿股累计增持额度将很快耗尽。于是中航集团选择了暂停增持，等等看。

在中航集团暂停增持后，随着当年市场指数的持续上涨，中国国航的股票在 10 个交易日后终于收在了发行价之上，并在 9 月 15 日迎来了上市后第一个涨停，彻底摆脱了破发阴影。最终中航集团的增持总额只有 1.23 亿股，也就是说在前两个交易日增持之后再未增持过。

摆脱了破发阴影后的中国国航股价一发而不可收，伴随着大盘走势的上扬，中国国航股价也呈现单边上扬趋势，到 11 月 20 日网下配售发行部分可以上市流通时股价已经上涨到了 4.8 元，参与网下发行的投资者们收益颇丰。

2006 年度终结后，中国国航公告了一份靓丽的年报，2006 年度实现净利润 31.9 亿元，较 2005 年增长了 86.71%。尽管利润增长的主要来源为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出售港龙航空43.29%的股份，扣除非经常性损益后的净利润较2005年度还下滑了32.71%，但毕竟下半年的经常性净利润已达到了10亿元，远比上半年的1.18亿要好很多；而2007年中报更加靓丽，扣除非经常性损益后的净利润达到了12.23亿元。

在业绩增长和大盘上涨的双重刺激下，中国国航的股价在13个月的时间内展开了从破发到上涨9倍的神奇之旅——到2007年9月21日创下了30元的阶段高点，涨幅超过970%。不知道当初在中国国航上市破发时卖出股票的投资者们是否会后悔错过了这样一个超级大牛股。

可以想象，如果中国国航可以推迟一年IPO的话，募集资金应该会更多，破发的尴尬也不会出现。但且不说通过发审会后的发行时点不在公司控制之下，在当时公司急缺资金的客观情况约束下，公司也很难预测并选择最有利的时间点发行股票。

在扛过了2008年金融危机冲击带来的严重亏损后，2009年度起中国国航盈利能力恢复，并于2010年、2013年实施了两次非公开发行股票募集资金超过65亿元，2013年还发行了两期公司债券，募集资金达到100亿元。

因此，尽管中国国航融资规模缩量，选择低价发行还依然破发，但上市后的中国国航部分缓解了资金压力，增强了公司实力，抓住了公司发展的机会，2006年A股上市对公司长远发展的意义非常重大。

东华合创、众和股份
龟兔赛跑式的命运捉弄

龟兔赛跑

龟兔赛跑的故事大家耳熟能详，跑得快的兔子中途睡了一觉，反而让跑得慢的乌龟后来居上率先冲线。在A股市场上，也曾经出现过龟兔赛跑式的情形。同一天在发审会审核的两家公司，一家被发审会否决，另一家获得了通过。然而获得通过的公司因为新股发行暂停而被迫“睡了一觉”；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

被否了的公司6个月后卷土重来，再次经发审会审核后获得通过，通过后立刻启动发行工作，反而率先挂牌上市了。这样的故事就发生在东华合创和众和股份身上。

早在2004年7月14日，证监会召开2004年第51次发审委工作会议，这次会议上审核了北京东华合创数码科技股份有限公司（东华合创）和福建众和股份有限公司（众和股份）两家公司的首发申请。会议结果为众和股份的首发申请获得通过，而东华合创惨遭否决。

然而，发审会后两家公司的命运却发生了逆转。

2004年8月25日双鹭药业完成发行后，A股市场因拟推出询价制而暂停了新股发行；2005年恢复新股发行后仅发行了15家公司，又因为股权分置改革的大业，再次暂停了新股发行。众和股份的上市之路两次被打断，不得不继续等待苏醒的时机。

而东华合创IPO申请被否之后，于2005年4月召开股东大会，决定再次申请首发上市。㊀

当时受股权分置改革停发的影响，公司的第二次IPO申请到2005年底才上报证监会；2006年新股发行重启后，东华合创迅速更新申报材料，并于2006年7月3日通过了证监会发审委审核。

通过发审委审核后的东华合创很快启动了招股说明书封卷程序排队等待发行，3周后即2006年7月25日取得证监会核准批文，启动了发行工作。此时众和股份还在等待证监会的核准批文，因为过了7月31日这一年报有效期截止日，被迫补了中期财务报告后才能启动发行，直到2006年9月5日才取得证监会核准批文启动发行。

并非个案

东华合创和众和股份这样同一天上发审会后命运离奇转折的公司不多。但2006年发行的公司中，先过会却后发行的公司还有很多，2006年IPO发行具体情况如表3-2所示。

㊀ 根据《首次公开发行股票并上市管理办法》第五十二条的规定："股票发行申请未获核准的，自中国证监会做出不予核准决定之日起6个月后，发行人可再次提出股票发行申请。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 3-2 2006 年 IPO 情况

序号	股票简称	过会时间	发行时间	间隔天数	序号	股票简称	过会时间	发行时间	间隔天数
1	中工国际	2004.7.27	2006.6.5	679	36	大港股份	2004.6.22	2006.10.30	861
2	同洲电子	2004.7.7	2006.6.12	706	37	苏州固锝	2004.7.27	2006.10.30	826
3	云南盐化	2004.7.21	2006.6.13	693	38	太阳纸业	2004.5.17	2006.11.1	899
4	大同煤业	2004.7.6	2006.6.13	708	39	金螳螂	2006.9.04	2006.11.2	59
5	中国银行	2006.6.9	2006.6.23	14	40	中材科技	2006.9.11	2006.11.3	53
6	德美化工	2006.6.2	2006.7.7	35	41	栋梁新材	2006.8.21	2006.11.3	74
7	得润电子	2006.6.16	2006.7.14	28	42	平煤股份	2006.7.12	2006.11.8	119
8	横店东磁	2004.5.25	2006.7.18	785	43	孚日股份	2004.4.9	2006.11.10	946
9	天源科技	2006.6.21	2006.7.19	28	44	海鸥卫浴	2006.9.4	2006.11.10	67
10	保利地产	2004.6.7	2006.7.19	773	45	东方海洋	2006.9.19	2006.11.10	52
11	威尔泰	2006.6.28	2006.7.20	22	46	万丰奥威	2006.9.11	2006.11.13	63
12	大秦铁路	2006.7.10	2006.7.21	11	47	新野纺织	2006.10.17	2006.11.17	31
13	世博股份	2006.6.28	2006.7.26	28	48	鲁阳股份	2006.10.17	2006.11.17	31
14	粤水电	2004.4.26	2006.7.31	796	49	新海宜	2004.3.29	2006.11.17	964
15	江山化工	2004.3.19	2006.8.2	867	50	招商轮船	2006.10.31	2006.11.20	20
16	宏润建设	2004.7.7	2006.8.4	759	51	金智科技	2006.11.3	2006.11.24	21
17	远光软件	2006.7.3	2006.8.7	35	52	江苏国泰	2006.10.31	2006.11.24	24
18	华峰氨纶	2004.7.13	2006.8.7	756	53	中泰化学	2006.10.23	2006.11.24	32
19	瑞泰科技	2006.7.7	2006.8.9	33	54	国脉科技	2006.11.10	2006.12.4	24
20	中国国航	2006.7.26	2006.8.9	14	55	青岛金王	2006.10.27	2006.12.4	38
21	东华合创	2006.7.3	2006.8.10	38	56	网盛科技	2006.10.31	2006.12.4	34
22	景兴纸业	2004.5.31	2006.8.31	823	57	大唐发电	2006.11.21	2006.12.7	16
23	黑猫股份	2006.7.14	2006.9.6	54	58	山河智能	2006.11.10	2006.12.8	28
24	潞安环能	2004.6.22	2006.9.8	809	59	浔兴股份	2006.11.7	2006.12.8	31
25	獐子岛	2006.8.21	2006.9.13	22	60	南岭民爆	2006.11.7	2006.12.11	34
26	众和股份	2004.7.14	2006.9.21	800	61	海翔药业	2006.11.15	2006.12.11	26
27	江苏宏宝	2006.7.14	2006.9.22	70	62	天康生物	2006.11.15	2006.12.11	26
28	德棉股份	2004.5.12	2006.9.25	867	63	广深铁路	2006.12.4	2006.12.13	9
29	东源电器	2004.7.21	2006.9.25	797	64	广东鸿图	2006.11.17	2006.12.18	31
30	北辰实业	2004.3.22	2006.9.25	918	65	冠福家用	2006.11.21	2006.12.18	17
31	日照港	2004.5.31	2006.9.26	849	66	广博股份	2006.12.1	2006.12.25	24
32	青岛软控	2004.7.20	2006.10.9	812	67	恒宝股份	2006.12.5	2006.12.25	20
33	高新张铜	2004.7.21	2006.10.10	812	68	信隆实业	2006.12.1	2006.12.25	24
34	雪莱特	2006.7.12	2006.10.10	90	69	莱宝高科	2006.12.11	2006.12.25	14
35	工商银行	2006.9.26	2006.10.19	23	70	中国人寿	2006.12.15	2006.12.26	11

注：表格中灰色部分为 2004 年通过发审会，2006 年才获核准发行的公司。

资料来源：东方财富网。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由上表可见，2005年暂停新股发行后，在证监会已经积压了一批已过会企业等待发行。2006年6月股权分置改革告一段落，重新启动新股发行后，证监会采取了优先发行2006年新过会的企业的政策，因此2006年当年过会的公司大多在2个月以内开始发行；而对已经积压了一段时间的公司采取插缝放行的政策，早在2004年3月就通过发审委审核的新海宜甚至等到2006年11月才启动发行。

出现这种现象，只是在特殊历史情况下监管层的谨慎考虑。可能的原因之一是证监会对刚通过发审会的材料相对比较熟悉，发审会也刚刚把过关；而已经过会一两年的公司，由于过会以后已经更新了至少三四次财务数据资料，预审员和处长对材料都已经不熟悉了，也没有发审委再次把关，证监会反而更加谨慎地放行。另一个可能的原因是2006年初证监会推出了新的《首次公开发行股票并上市管理办法》，制定了新的发行条件，刚通过发审会的企业是确定符合新发行条件的，而已经过会一两年的公司，需要再次审查是否符合发行条件，因此也耽误些时间。

2004年以来，新股发行在十年时间里正式停发了4次，加上这十年间中国经济发展变化不断，国际国内政治经济形势变化巨大，证券市场发展变化不断，证监会的新政策也层出不穷。A股本身又是一个新兴+转轨的市场，几乎所有的中国证券市场参与者，包括上市公司和拟上市公司、投资者、各中介机构，都强烈的清楚中国证券市场一直在走的是先发展再逐步规范的路子，所有的事情都要宁早一步不晚一步，因为政策变化的不确定性较大，谁知道哪一天原来的政策就不适用了？先上市了、先发展总是有好处的。

而等待的代价是巨大的，有的公司因为想等待好的发行窗口，结果由于IPO停发，一拖就是几年，甚至因为经济形势的巨变，使得公司从盈利拖成了亏损；有的公司因为步子走得慢了些，导致错过了发行市盈率疯狂的时代，证监会开始指导发行定价，少募集了几个亿甚至十几个亿。上市时间对募资速度和规模的影响显而易见。例如德棉股份在2004年5月12日通过发审会审核，只比同年过会的苏宁电器晚了16天，但股票发行时间却晚了26个月，在德棉股份上市时，苏宁电器已经完成了一次再融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要解决发行时间窗口捉弄企业命运的问题，唯一的方式只能是进一步完善A股市场的监管规则，采取更市场化的发行方式和发行节奏，像成熟市场一样，让发行人对政策有持续稳定的预期，并且可以根据市场的情况自主选择发行时间点，对自己的决策负责。

南岭民爆
2分钱的代价

疏忽大意惹的祸

2006年12月8日原本是湖南南岭民用爆破器材股份有限公司（南岭民爆）新股发行的缴款日，但开市后不久，公司的主承销商财富证券发布紧急公告："因本公司向深交所申报的发行价格与发行公告中的发行价格存在差异，为了保护广大投资者的合法权益，暂停湖南南岭民用爆破器材股份有限公司发行申购，后续事宜另行公告。由此引起的不便，我司深表歉意。"随即深圳证券交易所发布公告称："鉴于湖南南岭民用爆破器材股份有限公司网上申购已经暂停，今天上午'南岭民爆'的所有申购委托无效，请各会员单位立即认真做好相应资金解冻事宜。"

消息传来，市场哗然。A股市场从来没有出现过新股申购委托无效的事情，到底发生了什么状况？

原来，财富证券在向深交所报送《湖南南岭民用爆破器材股份有限公司股票发行基本情况表》电子表格时，发行价少写了2分钱！

南岭民爆所有的招股相关公告均显示发行价格为9.38元/股，而报给深交所的《股票发行基本情况表》填的却是9.36元/股。深交所据此在新股申购系统中将南岭民爆IPO的限价设定为9.36元/股。由于深交所交易系统显示的发行价格与发行公告价格不一致，此次发行被迫暂停，投资者对南岭民爆的所有申购无效。

这2分钱的错误带来的影响是巨大的。

《广州日报》在事发第二天的相关报道题为《两分钱之差考验〈证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法〉》，认为发生了此种“令人瞠目”的错误，“以致投资者的资金被冻结了一整天未能及时解冻，无法申购同日发行的其他新股，投资者利益不能及时保护……但令人不忿的是，法律还无法追究其责任，《证券法》没有一条论及在股民未造成实质性金钱损失后，承销商出错应承担哪些法律责任。”

实际上投资者并非没有金钱损失。12月8日当天无效申购时冻结的资金大约在100亿左右。当天是周五，资金解冻要到周一才能使用，投资者损失了3天利息。对于机构投资者而言，打新的资金往往都是拆借来的，资金成本也不低。而根据之后南岭民爆和财富证券发布的公告来看，确实没有人对投资者的损失进行赔偿。

财富证券很快就接到了证监会的罚单。2007年1月18日，证监会对财富证券及其保荐代表人开出罚单：“中国证监会于2006年12月9日起三个月内不再受理财富证券有限责任公司的推荐；六个月内不受理财富证券有限责任公司保荐代表人唐劲松、黄崇春负责推荐的项目。”这是保荐制自2004年实施以来，截至当时证监会开出的最严厉的罚单。

这2分钱的错误是怎么形成的，相关各方没有披露过更多内幕，财富证券在接受媒体采访时只是不断强调工作失误。也许我们可以根据新股发行的流程进行猜想。

正常情况下，当询价工作完毕、收到全部询价对象报价后，主承销商对报价进行统计分析，按照证监会的要求要上报询价相关的统计数据，其中核心的一组数据包括：全部报价的加权平均数、全部报价的中位数、公募基金报价的加权平均数、公募基金报价的中位数；一般主承销商和发行人会在这组数据组成的区间内选定一个价格作为发行价格。确定发行价格后，主承销商就会在一系列上报文件中填上这个发行价并报证监会发行部备案，证监会同意备案后发行价即正式确定，主承销商再将相关文件报送交易所及进行信息披露工作。

在上述过程中，如果南岭民爆和主承销商财富证券已经确定价格是在9.38元/股，再填报各种文件时几乎不可能会出现9.36元/股这个数，相关的错误也就不可能发生。财富证券向深交所提交的电子文件中出现了9.36元/股这个意外的数字，就意味着9.36元/股这个数字一定在定价的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过程中出现过。

根据发行期间的时间安排，南岭民爆询价推介时间是2006年12月1～5日，询价报价截止时间是12月5日17点整，12月6日询价情况和定价结果要报证监会报备，最迟在12月6日晚上要将材料提交深交所并公告，12月7日网下配售对象即开始缴款，12月8日网上投资者开始缴款。由于当时网下配售对象缴款是直接划到主承销商财富证券的账户上的，并没有通过交易所系统缴款，所以直到12月8日上午网上投资者开始缴款时，才发现价格出现了错误。

所以，9.36～9.38元/股，这2分钱的差错应该是出现在2006年12月6日询价情况和定价结果报备证监会的时候。

根据南岭民爆的《初步询价结果及定价公告》，可以看到询价"全部区间为6.50元/股～11.38元/股"，并没有公告"全部报价的加权平均数、全部报价的中位数、公募基金报价的加权平均数、公募基金报价的中位数"，也没有公告各家询价对象的具体报价。但可以想象9.36元一定也在上述4个值组成的区间之内，甚至可能就是全部报价的加权平均数或者公募基金报价的加权平均数。很有可能主承销商财富证券初步建议南岭民爆按此价格发行，并在相关文件中都按照9.36元/股的价格修改了早已准备好既定模板的文件。

或许是觉得9.38元这个数字更吉利些，再加上这个价格所对应的发行后全面摊薄的扣除非经常性损益后的市盈率也低于30倍，符合证监会当时对发行定价的要求[⊖]，发行人和主承销商协商一下后最终确定了9.38元这个价格。而财富证券的相关工作人员在更改完毕所有文件后，可能遗漏了给交易所报送的《湖南南岭民用爆破器材股份有限公司股票发行基本情况表》电子表格的更改。而这个文件没有更改的最大可能原因是该文件并不需要对外公告，在时间很紧张的情况下，财富证券相关工作人员没有注意到。

但不管是什么原因，这个错误最终爆发出来，导致财富证券和两个保荐代表人受到了处罚。

这让我们意识到一件事：**在投行完成IPO业务的整个过程中，由于文**

⊖ 关于30倍发行市盈率的定价要求将在后一节详细阐述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

件过多而导致在文件后期修改的过程中的疏忽大意绝不是一件小事，而是可能产生严重后果并给自身带来重大责任的大事。

在发行上市环节、甚至整个 IPO 业务全过程中，按照证监会既定的格式准则制作好的模板来完成新项目的文件，是投行人员的一项重要工作。然而每个项目的细节之处都不一样、项目的情况也会随着项目进展发生变化，这就需要在项目执行的过程中，根据新的情况随时更新所有的相关内容以保证公开披露文件的真实、准确。不难想象，部分投行人员只关注几个重点的核心文件，而想当然的认为不需要对所有报备文件进行检查，极有可能忽略文件之间的一些数据和文字描述不一致的现象。实际上证监会发行部、上市部的审核人员在对保荐代表人、证券从业人员进行培训时，也多次提到由于制作文件的投行人员粗心大意导致文件前后不一致、文件之间相互矛盾的情况发生。

在发行上市环节因使用模板文件未仔细检查而发生低级错误的并不少见。例如 2011 年 6 月上市的**道明光学股份有限公司**，在海通证券出具的《上市保荐书》中赫然出现了“海通证券股份有限公司认为**上海姚记扑克股份有限公司**申请其股票上市符合《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》及《深圳证券交易所股票上市规则》（2008 年修订）等国家有关法律、法规的有关规定，上海姚记扑克股份有限公司股票具备在深圳证券交易所上市的条件。海通证券愿意推荐上海姚记扑克股份有限公司的股票在深圳证券交易所上市交易，并承担相关保荐责任”的文字，《上市保荐书》并没有对是否愿意推荐道明光学上市发表意见，这显然是投行项目组成员在使用姚记扑克的项目文件做模板制作新文件时的疏忽大意导致的。道明光学上市保荐书的低级错误被媒体报道后，保荐代表人赵慧怡、顾峥被证监会处以出具警示函的处罚。

发行定价窗口指导

前文已经介绍：询价报价出来后，主承销商会统计“全部报价的加权平均数、全部报价的中位数、公募基金报价的加权平均数、公募基金报价的中位数”这 4 个数，在这个既定区间内，主承销商和发行人可以自主商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定发行价格。

从发行人和主承销商的角度看，都希望发行价尽可能更高一些。对于发行人来说，IPO发行动辄数千万股，提高一分钱的发行价，多募集资金就会有几十万甚至上百万；对于主承销商来说，收取的承销费一般与募集资金总额挂钩，多募集点资金也可以多获得一些收入；当然，维系好上市公司客户关系也很重要。

南岭民爆最终发行价9.38元/股对应的发行市盈率（每股收益按照2005年经会计师事务所审计的、扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以本次发行后总股本计算）只有27.59倍。

前文所述的发行市盈率被人为控制30倍市盈率以下的情形，并不是发行人和主承销商主动提出的结果，而是证监会发行部对发行定价进行了窗口指导。

研究一下2006年和2007年年初的IPO发行市盈率，可以发现一些公司的发行市盈率很有意思，例如：浔兴股份发行市盈率为29.72倍（5.35元/股）、信隆实业发行市盈率为29.99倍（3.4元/股）、威海广泰29.75倍（8.7元/股）、天润发展29.93倍（8.08元/股）、中国海诚29.91倍（6.88元/股）、新海股份29.97倍（10.22元/股）……这些发行价格所对应的发行市盈率都正好控制在了30倍以下，在有些情况下，发行价提高1分钱就要超过30倍市盈率。

回顾来看，证监会对发行价的管制是一个逐渐放松的过程。在询价制推出后，证监会担心询价机构报价不理性导致新股发行价格过高，从而对市场影响太大，在相当长一段时间内对发行价实行窗口指导工作。除了要求发行价一般要在前文所述“全部报价的加权平均数、全部报价的中位数、公募基金报价的加权平均数、公募基金报价的中位数”这个区间之内外，证监会还要求一般情况下发行市盈率不得超过30倍。至于30倍这个数是如何确定的，并没有明文的规定，只能看作证监会内部指导划的线。至于30倍的市盈率是否合理，在当时的中国资本市场状况下还没有人考虑那么多。

笔者就亲身经历过一次当时的发行价窗口指导：新海股份2007年IPO时，76家有效报价的询价对象的报价区间为8元/股~16.2元/股，其中：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

询价对象给出的询价区间上限范围为9元/股～16.2元/股，均值12.02元/股，中值12.00元/股。询价区间下限范围为8元/股～13.50元/股，均值10.29元/股，中值10.31元/股，70%以上机构的报价区间在11.5元以上。主承销商国元证券与新海股份协商后第一次上报的价格是11.18元/股，是一个综合整体报价结果的相对合理的价格。

但证监会发行部给的反馈是“和发行人再商量一下”，于是主承销商和发行人将价格下调到11元，再下调至10.88元，至10.29元的报价下限均值后，证监会依然没有同意。后来经过私下渠道打听，了解到发行价不能超过30倍市盈率，于是按照30倍整报了10.23元/股，但证监会依然没有批准通过。于是没办法再下调一分钱，终于取得了证监会发行部的同意。

10.22元/股是个什么概念？在所有76家询价机构的报价中，有69家超过了10.22元/股，而所有27家参与询价的公募基金中，有26家超过10.22元/股。从询价机构的报价情况来看，可以说10.22元是个“地板价”了。

新海股份发行时，证监会对发行时间表压缩了一天，询价截止日当天必须要完成报备，而每次修改发行价格都要改掉一整套文件。当天取得证监会最终同意的发行价格已经不早了，交易所方面也在等待定价结果。鉴于不久前出现的南岭民爆事件，主承销商和发行人反复检查文件后，很晚才上传交易所。

直到2009年新股恢复发行后，证监会才放开对发行定价的窗口指导，新股发行市盈率则一路攀升，直至2011年出现大面积破发后，市场自我调节功能开始发挥作用，新股发行定价真正进入市场定价模式。而由于二级市场持续低迷，证监会自2012年起又祭出发行价窗口指导的利器，直至2014年再次恢复发行新股，仍旧执行着窗口指导政策。这是后话。

某种意义上来说，询价制推出后，证监会窗口指导并没有严格的法律依据，因此证监会并没有对发行价的书面意思表示，只是要求发行人和主承销商再研究、再讨论。在很多发行人、投资银行从业人员、以及期盼市场化的市场人士看来，证监会的窗口指导属于行政干预市场，并非完全必要。但是，中国证券市场毕竟是一个新兴市场，市场本身不成熟，交易规则也有待完善，市场参与主体以散户为主，甚至机构投资者也都投机性很强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这种情况下，尽管市场本身存在调节机制，证监会对市场进行一些其认为必要的窗口指导，也在情理之中。虽然在A股IPO历史中证监会有过多次“窗口指导”，但从大方向看来，证监会依然尊重着市场运行的内在规律，市场化改革是必然趋势。

资本市场制度建设
保荐制度（三）：保荐制规范化

在保荐制于2005年纳入《证券法》之后，保荐人究竟该如何工作、保荐人的主要工作内容是哪些等问题依然不清晰，全国投行从业人员依然在按照原有经验从事投行业务。对于推动保荐制的证监会来说，实施保荐制的重要目的之一就是要使投行工作职业化、规范化。面对整个行业工作质量严重参差不齐的情形，证监会于2006年5月颁布了《保荐人尽职调查准则》，以规范保荐机构的尽职调查工作。

在《关于发布〈保荐人尽职调查工作准则〉的通知》中，证监会明确表示：“为贯彻落实《证券法》的相关规定，提高保荐业务质量，规范保荐人的尽职调查工作，我会制定了《保荐人尽职调查工作准则》，现予以发布，请各保荐人遵照执行。《保荐人尽职调查工作准则》是衡量保荐人、保荐代表人是否勤勉尽责、诚实守信的基本标准。各保荐人应当组织全体保荐代表人及相关部门工作人员认真学习、深入领会，做好相应的制度安排，切实采取有效措施，将《保荐人尽职调查工作准则》落到实处，努力提高尽职调查工作质量。”

《保荐人尽职调查工作准则》第一次明确规定了保荐代表人尽职调查工作的内容和范围，共计11章77条，内容涉及“发行人基本情况调查”“业务与技术调查”“同业竞争与关联交易调查”“高管人员调查”“组织结构与内部控制调查”“财务与会计调查”“业务发展目标调查”“募集资金运用调查”“风险因素及其他重要事项调查”等，调查范围覆盖了拟发行融资的公司运作的方方面面。用时任证监会主席助理、保荐制的“缔造者”姚刚的话说，**《保荐人尽职调查准则》的出台，就是证监会手把手教保荐人要做哪些事。**

《保荐人尽职调查工作准则》的出台，标志着保荐人工作走向规范化、标准化。由于证监会本质上是希望保荐代表人成为证券发行的总负责人，因此该文件的规定十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

详尽，并且指出“本准则是对保荐人尽职调查工作的一般要求。不论本准则是否有明确规定，凡涉及发行条件或对投资者做出投资决策有重大影响的信息，保荐人均应当勤勉尽责地进行尽职调查”，“对发行人公开发行募集文件中有中介机构及其签名人员出具专业意见的内容，保荐人应当结合尽职调查过程中获得的信息对专业意见的内容进行审慎核查”。因此，客观上也使得保荐责任的边界模糊，会计师和律师的工作保荐代表人也必须再做一遍。因此有人说，尽职之“尽”，实际是“无穷尽”的意思，方方面面都要负责。姚刚在保荐代表人培训上明确提出：如果发行人将来出了问题，再倒查底稿，保荐代表人很难证明自己是否尽职了。所以最关键的是认真挑选靠谱的企业，靠谱的老板。

这种全面详尽的规范化要求也产生了一定的弊端：在证监会规范化的要求下，保荐业务走向了围绕证监会审核进行工作，主要的工作内容在于对拟发行证券的发行人进行尽职调查，重点在于信息披露的真实性、准确性和完整性以及公司运作的合规性；而真正挖掘企业价值、提炼企业核心竞争力、为企业发展提供资本市场资源配置服务等真正的投资银行工作却没有得到应有的重视。尽管保荐制逐渐走上了规范的道路，但中国大部分投行人的职业道路却越走越窄了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 4 章 2007 年

历史顶点的到来

2007 年可能是中国 A 股市场历史上最令人难以忘怀的一年。得益于“中国股市划时代的革命”——股权分置改革，这一年的上证指数从 2728 点起步，10 个月飙升到 6124 点的 A 股历史高点，涨幅高达 124.48%。全体中国股民为之振奋，甚至有人喊出了上证指数“万点不是梦”的口号。

2007 年全年总共有 118 家企业登陆 A 股市场，累计募集资金 4470 亿元。兴业银行、中国平安、中信银行、交通银行、中国神华、建设银行、中国石油等 12 家募集资金过百亿规模的超级大盘股借牛市东风抢在这一年上市。

超级牛市的故事多数与疯狂打新、首日惊人的涨幅有关。中信银行 IPO 在这一年创下了网上发行冻结资金量首次超过 1 万亿元的纪录。打新的无风险高额收益率使得数万亿资金囤积在一级市场，甚至影响整个金融市场秩序，也促

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

使证监会在日后对新股发行体制进行了一定的改革。

这一年，中国石油 IPO 让二级市场炒新达到了最高潮，开盘后即达到 48.62 元的最高价。疯狂开盘之后中国石油股价持续下跌，5 个月后跌破发行价，上市不足一年时间跌幅超过 80%，给市场留下了“问君能有几多愁，恰似满仓中石油”的经典段子。中国石油的 IPO 也成为媒体和投资者抨击 A 股的标靶，被形象地称为“世纪之套”。

借着牛市的东风，也有一些主营业务不同以往的“新鲜”公司登陆 A 股市场，本章选取了一家另类公司怡亚通，以及后来因为造假上市而震惊市场“ A 股园林绿化第一股”绿大地作为这一年 IPO 经典案例的代表。

2007 年的故事，注定是激动人心、惊心动魄的。

中信银行
万亿打新资金会否抽血股市

2007 年 4 月 23 日，中信银行发布《首次公开发行 A 股定价、网下发行结果及网上中签率公告》，正是这份例行公告，宣布了 A 股市场一个历史时刻的到来。这份公告显示，中信银行网上发行总计申购股数超过 2000 亿股，冻结资金 11 708.17 亿元——A 股网上发行冻结资金量首次超过 1 万亿元。

在此之前，募集近 160 亿元的兴业银行网上冻结资金高达 9374 亿元，募集近 390 亿元的中国平安网上冻结资金也达到 8435 亿元。因此市场早已有了一个预期，那就是网上发行冻结资金过万亿的时刻一定会到来。但这个纪录由募集资金仅 133.5 亿元的中信银行来创造，还是令人有些意外。

在中信银行发行之后，交通银行网上发行冻结资金 11 553 亿元，中国远洋冻结资金 12 250 亿元，西部矿业冻结资金 12 494 亿元，北京银行冻结资金 14 423 亿元，建设银行冻结资金 16 467 亿元，中海油服冻结资金 17 449 亿元，中国神华冻结资金 19 479 亿元，中国石油冻结资金 25 786

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元，中国中铁冻结资金 29 341 亿元，网上发行冻结资金数额持续攀升，甚至募集资金只有 4.86 亿元的中航光电冻结资金竟然也达到了 10 557 亿元。

一级市场为一只新股准备的打新资金超过 1 万亿甚至超过 2 万亿元，这是一个规模大到令人不安的数据。

1 万亿是什么概念?

- 2006 年中国 GDP 总量为 20.94 万亿元；
- 2007 年中国 GDP 总量为 25.73 万亿元；
- 2006 年 12 月末货币总量 M1（M1= 流通中现金 + 商业银行的活期存款，是流动性高、可以随时支配的货币）为 12.6 万亿元；2007 年 12 月末货币总量 M1 也仅 15.25 万亿元；
- 2007 年上交所总成交 30.54 万亿元，日均成交约 1200 亿元；深交所总成交 15.95 万亿元，日均成交约 638 亿元，沪深交易所日均成交合计不足 2000 亿元。

按照 2007 年活期存款利率 0.72%（2007 年中曾经加息至 0.81%）计算，1 万亿资金每天活期存款利息为 2000 万元。

根据 2007 年度新股发行时间安排，新股缴款日（T 日）到未中签资金解冻日（T+3 日）之间至少要冻结 3 个交易日，如果跨周末就要冻结 5 天。在 3 ~ 5 天时间内，中国金融市场有万亿以上、接近货币总量 M1 一成左右的资金被冻结不能使用，监管层有理由担心：A 股新股发行是否已经影响到金融秩序的稳定运行。

那么，为何有如此庞大的资金盘踞在一级市场等待打新呢?

最吸引资金的无疑是高额的回报率。

据统计，2007 年共发行 118 只新股，按照首日收盘价计算，平均涨幅高达 195.31%，仅 27 只新股首日收盘涨幅不足 100%，只有兴业银行、中国平安和建设银行 3 只新股首日涨幅不足 50%。

打新收益率[㊀]因此非常可观，经笔者统计，2007 年全年打新的资金平均回报率（年化）在 7.2% 以上，如果运作得当、时间窗口把握得好，资金收益率会超过 10%。而这种收益，由于 2007 年度新股上市首日无一破发，

㊀ 打新收益率 = 中一签的股数 ×（该股上市首日均价 – 发行价）/ 每中一签需要的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以说是无风险的。对照来看，中国人民银行货币政策司公布的2007年金融机构贷款基准利率全年平均为6.93%，甚至不及打新的收益率高。

以中信银行为例，中信银行最终的网上发行中签率为0.5705%，按此中签率计算，每中一签（1000股）需要资金101.66万元。2007年4月27日，中信银行在上海证券交易所成功上市，上市首日收盘价为11.37元，涨幅为96.03%，首日成交均价为9.98元，涨幅也超过70%。从4月19日缴款到4月27日上市，一共只有8天时间，而按照首日均价计算中一个签可以赚4180元，按101.66万元的打新资金计算收益率为0.412%，折合年化收益为18.5%。如果考虑到资金实际仅冻结了5天，4月24日未中签资金即已退款，资金实际收益率还会更高。而9.98元只是当日成交均价，首日最高价位12.19元，收盘价也有11.37元。

而出现打新高额无风险回报的原因，是证监会对发行价的限制和二级市场走势节节攀升的矛盾扩大化。

正如在本书2006年章节中提到的（参见第3章“**南岭民爆：2分钱的代价**”），证监会对新股发行定价进行了窗口指导，人为将发行价限定在了30倍市盈率以下。2007年共发行118只新股，除少数几只金融类股票和个别大盘股外，几乎所有新股发行市盈率都被控制在30倍以下，发行价超过29倍而低于30倍市盈率的股票竟然多达65只，大批公司发行市盈率定在29.99、29.98、29.97倍。

而当年的二级市场走势几乎一路上扬，从年初开盘的2728点不足10个月就一路涨到了6124点，用前一年度业绩计算的市盈率[㊀]早已无法解释股价的上涨，很快基于盈利预测的发行当年市盈率也无法解释高企的股价了。2007年市场癫狂时，很多公司的股价在“市梦率”口号的引导下涨到“梦想”的高度，而当时的新股发行价还停留在按照上一年度业绩计算的市盈率不超过30倍的低水平上。在逐利的资金看来，一级市场发行市盈率与二级市场股价之间的巨大的利差无疑是一块无风险的肥肉，巨额资金

㊀ 根据当时有效的证监会2006年9月11日公布的《证券发行与承销管理办法》第五十六条规定：“发行人及其主承销商公告发行价格和发行市盈率时，每股收益应当按发行前一年经会计师事务所审计的、扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以发行后总股本计算。”因此发行公告中的发行市盈率实际上反映了股价相对前一年业绩的比值，不能反映企业的业绩增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

围积于此就不足为奇了。

此外，新股的网上申购办法也对资金申购规模产生了巨大影响。根据 2007 年实行的网上新股申购办法：投资者在进行网上申购时，必须要全额预缴款，即准备申购多少新股就必须按照发行价全部先缴足认购款，如果之后确认未能中签，则未中签的款项再还给投资者。

如网上有效申购数量大于最终网上发行数量，则由交易所交易系统主机按每一定股份数量（深交所为 500 股，上交所为每 1000 股）确定为一个申购配号并顺序排号，然后通过摇号抽签，确定有效申购中签号码，每一中签号码认购相应股份数量。

中小企业板新股发行时，参与网上定价发行的单一证券账户申购委托不少于 500 股，超过 500 股的必须是 500 股的整数倍，但不得超过本次网上定价发行总量；上交所新股发行时，参与网上定价发行的单一证券账户申购委托不少于 1000 股，超过 1000 股的必须是 1000 股的整数倍，但不得超过本次网上定价发行总量（少数大盘股会对散户限制到 1 亿股以内，而对机构投资者并无此限制）。

在这一规则下，对于大资金来说，成功中签的数量 = 认购数量 × 中签率，要想成功中签更多，只能主动提高认购数量。资金的规模越大，中签数量就越多，绝对收益也会越大。

于是，在高额回报 + 无风险 + 资金规模决定收益的三重作用下，打新资金规模越来越膨胀，到了 2007 年下半年，1 万亿早已屡见不鲜，超过 2 万亿的新股网上冻结资金已经非常普遍。

按照打新收益率年化 7% 的最保守收益计算，1 万余亿打新资金全年无风险收益高达近千亿元。当年有一部分资金是专门盯着打新的，这部分资金追逐无风险收益，投资偏好与二级市场投资者存在显著差异，更多只是停留在一级市场，在新股上市后即立即撤出等待下一只新股，并没有进入二级市场，更没有进入实体经济为经济发展提供资金支持。

打新带来的无风险收益率过高，无疑又带动了整个货币市场定价的上扬。2008 年 02 月 22 日，《中国证券报》刊登了一篇评论文章《改革“上网定价”发行资金冻结清算模式》，指出了大规模发行资金冻结对金融系统造成的严重影响和可能的解决方案。文章称：“伴随着巨额的资金冻结，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

货币市场利率也呈现大起大落的剧烈震荡走势。10月26日中石油IPO当天，隔夜、7天Shibor利率创下了历史最高点8.5282%和10.0824%，比上个交易日上涨近六成，市场上的流动性几近枯竭，而一些中小银行也确实面临巨大的流动性管理压力。”

当时的新股发行网上申购办法导致一笔接近社会流通货币总量10%，且规模不断膨胀的资金常年盘踞在股票发行一级市场，根据A股的发行节奏不断从银行间市场流出流入，从而影响了整个金融市场的流动性，使银行间市场受到冲击，加大了货币市场利率的大幅波动，利率水平不能准确反映金融体系和宏观经济的整体形势，央行货币政策调控的难度进一步加大。从某种程序上说，新股发行有“扰乱”金融秩序的嫌疑。

为了应对新股发行冻结资金对金融市场的影响，证监会采取的策略是控制发行窗口，遇到大盘股发行可能会冻结大笔资金的时候，会在申购大盘股资金解冻后再安排其他股票发行，从而避免累计冻结资金余额过大的情形出现。而随着冻结资金规模的逐渐提升，证监会仅调控发行窗口也有些力不从心。于是，到了2009年，证监会进行了一次新股发行体制改革，对网上发行机制进行了优化，客观上缓解了网上冻结资金过高的问题，相关内容在后续章节还会展开。

不过，虽然新股申购的巨额冻结资金对银行间市场产生了重大影响，但对A股二级市场的影响却是有限的。从2007年的情况来看，新股一级市场资金冻结资金高达过万亿、年募集资金规模超过4000亿元，但对于日均成交不足2000亿元的二级市场并没有产生重大的影响。当年伴随着快速的新股发行，A股指数不断创新高。在牛市阶段，所谓IPO对二级市场的“抽血”论完全得不到支持。或者说，一级市场打新的钱和二级市场炒股的资金重合不多，参与二级市场的资金风险偏好更大，相比之下，年化不到10%的打新收益率对二级市场资金不具备太高的吸引力，尤其是在牛市的氛围里。

因此，IPO发行并不是二级市场下跌的元凶，反而是股市行情的变化对一级市场有重大影响。我们在后面的章节会看到，熊市来临的时候，IPO发行也受到了严重影响，甚至出现了发行中止的案例。但网上调查反映出的投资者舆论，则普遍认为IPO发行密集是造成二级市场下跌的主要罪魁祸首之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

宏达经编、中核钛白
疯狂的上市首日涨幅

失控的新股首日暴涨

2007 年 8 月 3 日早上 9:30，在深交所上市仪式大厅参加宏达经编（浙江宏达经编股份有限公司，2010 年重组后更名为“宏达高科”）和中核钛白（中核华原钛白股份有限公司）上市仪式的嘉宾们共同见证了 2007 年 A 股市场疯狂的一幕。

宏达经编开盘价报 25.60 元，较发行价 5.43 元上涨了 371.45%。仅仅 4 分钟后，股票价格已经超过 28 元，因涨幅较开盘涨幅之差超过了 50%，被深交所临时停牌 15 分钟，希望投资者能够冷静一下。

9:50 复牌继续交易后，股价经过短暂下调后继续攀升至 30 元以上，盘中涨幅较开盘涨幅之差超过了 90%，于 10:14 再次被深交所临时停牌 15 分钟。经过两次临时停牌后的宏达经编股票并未停止上涨，复牌半小时后再次大幅拉升，直至 11:25 拉到 35.8 元，盘中涨幅较开盘价涨幅之差超过 150%，深交所再次对宏达经编股票临时停牌半小时，而此时宏达经编股价较发行价的涨幅已经达到 559.3%。

下午复牌后，宏达经编股票继续在高位震荡，至收盘收于 34.65 元，收盘涨幅 538.12%，当日成交 4.87 亿元，换手率 77.65%，开盘 25.6 元买到的幸运儿到收盘的时候已经挣了 25.35%，即使按照当日成交均价 28.7 元计算，收盘时也浮盈了 20.73%。

而中核钛白的股票走势与宏达经编相比毫不示弱：开盘价报 32.3 元，较发行价 5.58 元上涨高达 478.85%，这个开盘价涨幅创造了历史。

过高的开盘价带来了大笔抛售，两分钟后中核钛白股价跌到 29.5 元，因涨幅较开盘涨幅之差超过了 –50%，被临时停牌 15 分钟。9:47 分复牌后股价继续下滑，3 分钟后股价跌到 27.3 元，因涨幅较开盘涨幅之差超过了 –90%，而再次被临时停牌 15 分钟，此时公司股票涨幅依然高达 389.25%。

在中核钛白第二次临时停牌期间，宏达经编的股票继续上攻，涨幅超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过了 450%。中核钛白 10：05 复牌后，股价结束调整开始大幅反弹，宏达经编和中核钛白两只新股展开了涨幅大比拼，最终宏达经编在上午 11:22 分股票涨幅超过 500%，而中核钛白在下午 13:02 分股票涨幅超过 500%，并于 13:07 分达到 35.1 元再次被深交所停牌 15 分钟。复牌后，中核钛白股票也继续在高位震荡，至收盘收于 33.53 元，收盘涨幅 500.9%，当日成交 11.1 亿元，换手率 74.7%，全天振幅高达 28%。

宏达经编和中核钛白创造的上市首日收盘涨幅超过 500% 的记录直到 2012 年浙江世宝上市时才被打破，而同日上市的两只股票涨幅同时超过 500% 的情形再未出现过，可以说，宏达经编和中核钛白共同创造了一个新股上市首日涨幅神话。

其实，在宏达经编和中核钛白上市之前，拓邦电子（深圳市拓邦电子科技股份有限公司，2009 年更名为“深圳拓邦股份有限公司”，股票简称改为‘拓邦股份’）上市时被爆炒就引起了深交所的注意。6 月 29 日上市时，拓邦电子开盘涨幅即达 272.14%，当日盘中最大涨幅高达 577.48%，收盘涨幅 472.52%。此后，该股持续大幅下跌，上市首日买进的投资者几乎全部套牢。

在拓邦电子新股炒作事件之后，深交所紧急调整上市首日停牌机制，之后的新股发行均在原有的“当盘中涨幅与开盘涨幅之差首次达到 50% 或 –50% 时，本所对其实施临时停牌 15 分钟；盘中涨幅与开盘涨幅之差首次达到 90% 或 –90% 时，本所对其实施临时停牌 15 分钟”的规定基础上增加“当盘中涨幅与开盘涨幅之差首次达到 150% 时，本所对其实施临时停牌 30 分钟”，并且警告“本所对该股票交易进行重点监控，对通过大笔集中申报、连续申报、高价申报等方式蓄意拉抬股价的重大异常交易行为，将采取限制账户交易、上报中国证监会查处等措施，并视股票交易情况采取进一步风险控制措施。”

而在宏达经编和中核钛白首日再次遭爆炒之后，深交所紧急对 2006 年版的《关于进一步加强中小企业板股票上市首日交易监控和风险控制的通知》进行修订，再次增加停牌指标“盘中涨幅与开盘涨幅之差首次达到 ±200% 时，本所对其实施临时停牌 30 分钟”，且提出“本所可视盘中交易情况采取进一步的风险控制措施”。但 9 月 13 日上市的东方锆业再次出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现盘中涨幅超过 560% 的情形，深交所的“恐吓”并未起到实质作用。

制度漏洞下的纯粹套利行为

虽然因新股发行价受到证监会窗口指导，导致当年新股上市首日涨幅普遍在 100% 以上。但为何宏达经编和中核钛白受到如此热烈的追捧？是因为这两家公司质地超常吗？

宏达经编的主营业务为经编面料的织造、染整和销售，主要产品包括汽车内饰面料和服饰面料，是用于汽车内饰、内衣、泳装、运动服及流行服装的高档经编面料。公司 2004 年度、2005 年度、2006 年度净利润分别为 2893.74 万元、1251.46 万元和 2294.72 万元；发行价 5.43 元对应的每股收益按照 2006 年经会计师事务所审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以本次发行后总股本计算的市盈率已经高达 35 倍；上市后公司三季报披露的公司净利润同比仅增长 4.1%，而 2007 年度净利润较 2006 年度还有所下降。

中核钛白则是一家从事钛白粉、硫酸亚铁系列产品的生产、批发零售、研究及进出口业务的公司。公司 2004 年至 2006 年三年的净利润分别为 3098.78 万元、3348.22 万元和 4199.03 万元；发行价 5.58 元对应的每股收益按照 2006 年经会计师事务所审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以本次发行后总股本计算的市盈率为 25.36 倍；上市后公告的三季报披露公司净利润同比仅增长 2.02%，而 2007 年度净利润则较 2006 年度大幅下降超过 60%。到了 2009 年 4 月，上市尚不足两年的中核钛白公告“因本公司 2008 年亏损额较大，生产线自 2008 年 12 月 20 日停车至今尚未恢复生产，鉴于目前公司开车生产所需的流动资金不足，市场回暖不明显，成本与售价倒挂的现象依然存在，尚不具备开车生产的条件，董事会决定生产线目前继续停车，预计未来三个月可能无法恢复生产”而戴上了“ST”的帽子。

以这两家公司的基本面看，完全找不出公司股票上市后暴涨的理由，首日暴涨与公司基本面几乎没有任何关系。而经历了首日暴涨之后，两只股票出现持续下跌，2007 年 11 月 5 日，宏达经编跌到了 13.5 元的低点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同日中核钛白也跌到了14.61元的低点，较上市首日收盘价分别下跌了61.04%和56.52%，而同期中小板指数从5254.32点调整到4950.03点，下调幅度仅5.8%，之后指数再次上扬直至6315点的高点，而宏达经编和中核钛白则距离历史高点越来越远。

基本面不是炒新的理由，那么市场上流行的其他几个炒新理由，例如，公司盘子小、发行价低、时间窗口合适、大盘上涨背景等是否成立呢?

宏达经编的盘子是比较小，总募集资金仅1.47亿元，上市首日遭爆炒，全天的成交金额也只有不足5亿元；但中核钛白盘子并不小，总募集资金3.35亿元，属于当年中小板中等偏上水平，上市首日成交金额超过了10亿元。在宏达经编和中核钛白之后遭爆炒的辰州矿业总募集资金高达12.25亿元，但首日涨幅也超过了400%。可见，盘子大小与是否被炒作并没有直接线性关系。

发行价低是不是被爆炒的理由呢?宏达经编和中核钛白的发行价均不足6元，在2007年算是发行低价股。但是同样遭到爆炒的拓邦股份和辰州矿业发行价都在10元以上，而发行价只有5.68元的梅花伞并未遭到爆炒。

还有一种观点认为，新股上市时被爆炒，是因为之前新股发行出现了一段真空期，由于供求的原因，新股会被爆炒，也就是所谓的发行时间窗口问题。在宏达经编和中核钛白上市前，因为宁波银行和南京银行的发行上市安排，中小板发行上市出现了一个短暂的空白期，从7月20日蓉胜超微和高金食品上市后，到8月3日宏达经编和中核钛白上市，中间有整整两周没有中小板新股上市。而同样的情况也发生在拓邦电子身上，由于中国远洋的发行上市安排，中小板发行上市同样出现了一个短暂的空白期，在6月13日实益达和顺络电子上市后到6月29日拓邦电子上市，中间也是整整两周没有中小板新股上市，而且拓邦电子上市当日只有其一家在中小板挂牌。但是，这一规律在之后的辰州矿业和东方锆业上又未成立。

最后，研究一下大盘走势对新股炒作的影响。从宏达经编和中核钛白开始询价的7月16日至上市日8月3日，中小板指数从4352.1点上涨到5254.32点，14个交易日涨幅超过20%且只有2个交易日下跌，走势确实很好。但同样遭爆炒的顺络电子从询价日到上市日期间，中小板指数却是下跌的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上述分析表明，基本面好坏、公司市值大小、发行价高低、发行时间窗口选择，以及大盘走势，都不能作为宏达经编和中核钛白被爆炒的令人信服的理由，或许是多重因素共同导致了这两只股票被挑中炒作了一把。

换个角度看，这两只股票在上市首日显然是遭到了操纵，否则不可能在基本面没什么利好的情况下上市首日涨幅超过 500%。

尽管深交所对两只股票在上市首日进行了 3 次临时停牌，并且警告要："对该股票交易进行重点监控，对通过大笔集中申报、连续申报、高价申报等方式蓄意拉抬股价的重大异常交易行为，将采取限制账户交易、上报中国证监会查处等措施，并视股票交易情况采取进一步风险控制措施。"但后来几只新股被爆炒背后的资金并没有被披露过，也没有过公开的处罚记录。

此外，A 股的交易机制本身也为炒作新股提供了便利。根据当时沪深交易所的交易规则：新股上市首日没有涨跌幅限制；自第二个交易日开始设涨跌停板，非 ST 股票涨跌停板为 ±10%；股票交易实行 T+1 日交割，当日买入的股票当日不能卖出，但当日卖出的可以再次买入。这样的交易机制导致：①新股第一天卖出股票的只能是中签者；②当天以相对较低价位买入股票的，即便已经获利丰厚也不能在当日卖出；③当天已经卖出股票的，看到上涨趋势还可以再次追高买入；④首日拉高收盘价后，即便第二日跌停依然可能获利丰厚；⑤到收盘前已经大幅换手后，少量资金即可维持高位价格。这样的交易机制对新股上市首日价格的大幅上涨起到了推波助澜的作用。

实际上，利用涨跌停板的限制，开盘抢先建仓，在尾盘拉升股价，是炒新股的常用手段。以宏达经编为例，开盘价 25.6 元，全天总成交量的 70% 是在前一个小时完成的（其中还停牌了半小时），而这一个小时的交易量中，又有 70% 是在开盘后不到 11 分钟的时间内完成的。也就是说在开盘 11 分钟后，全天的成交量已经完成了 49%（70%*70%），而这时的股价是 28 元。

之后股价一度拉升至 35.8 元，由于最后时刻可卖的股票已经很少，最后半小时的成交量尚不足 100 万股，当日总换手率为 77.65%。即使按照收盘价全部买走所有当日还没卖出的股票也只需要不足 2 亿元资金，用一定量的资金维持高收盘价，成本并不会太高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而34.65元的收盘价，意味着第二天的跌停价是31.19元，即使按照跌停价卖出，上市首日，前11分钟抢进来买入的投资者们依然可以有超过11%的收益（其成本为28元，相对31.19元的跌停价，可获利11%）。即使下一交易日再次跌停，在开盘后就建仓的投资者也保证不会亏损。

而在2007年大牛市的背景下，新股上市首日后连续跌停的例子相当罕见。上市之后的第二个交易日，宏达经编确实是以跌停价开盘，并在跌停价上成交了460万股后打开跌停板，经过反复震荡后收于32.29元，换手率高达53.6%，首日买入的大部分投资者均获利而出。

由于当年发行市盈率受人为限制所带来的一二级市场巨大的价差空间，交易机制本身也存在漏洞，再加上交易所和证监会当时对新股炒作的惩罚措施有限，要想避免新股上市首日被爆炒几乎是不可能的。新股炒作实际上已经成为普遍现象，无非是涨幅多少的差异罢了，宏达经编和中核钛白是两个极端的案例。而新股全年平均涨幅高达195.31%，表明了A股市场发行和交易机制急需改革。

而监管层这些年来也逐渐意识到：苦口婆心地对投资者进行风险提示是没有意义的，要解决新股被爆炒问题，得到一个健康发展的市场，必须要从制度上多管齐下解决问题。在宏达经编、中核钛白、东方锆业等股票出现"无节操"的暴涨之后，市场上放开发行价管制的声音越来越高，证监会最终在2008年停发新股后再次启动发行时，第一次真正放开了新股发行价格管制。某种意义上，这几个极端案例也算是为中国A股IPO市场化定价改革做出了贡献。

怡亚通
另类公司登陆A股市场

一家看不懂的公司

2007年10月23日，深圳市怡亚通供应链股份有限公司（"怡亚通"）在巨潮资讯网刊登了招股意向书，宣布开始招股。很多投资者看了怡亚通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的招股意向书后，纷纷高呼：这是一家看不懂的公司！

这家公司没有品牌、没有自己的产品，甚至自己不做销售；公司每年流水已经接近200亿元，但营业收入却只有不到3个亿，而应收账款和应收票据合计又超过了10亿；公司账面没有存货，但是在全国各地租赁了数万平方米的仓库；公司定位是服务业，公司资产负债率却超过了90%，2006年年末借款余额高达14.7亿元；公司声称提供物流服务，但又把物流配送业务外包出去；公司2006年实现净利润有1.05亿元，其中汇兑损益就挣了1.04亿元，而公司又坚称自己不是挣汇兑损益的钱；公司还有超过2亿美元的远期外汇合约和利率掉期合约，而这些更像是金融业报表的内容；公司自己垫资为大客户采购，却又声称不承担价格和质量风险，也不加价卖给客户……从传统的视角看，很多人完全看不懂这家公司的业务，也会认为这家公司的经营存在着巨大的风险。

由于历史原因和我国经济发展所处的阶段，A股市场原有的大部分是工业企业，还有一些贸易类、金融地产类或其他传统产业的公司。因此，对于资本市场来说，怡亚通是一家陌生、另类的公司。

当这家公司在A股询价发行的时候，根据其《初步询价结果及定价公告》，参与询价的机构有122家，但报价范围却是从10元/股到35.28元/股，最高报价是最低报价的3.5倍，按照发行后全面摊薄的每股收益0.827元计算，市盈率范围为12.09～42.66倍。而当时一般项目发行，最高报价也就是最低报价的两倍左右，可见市场对怡亚通估值差异之大。

然而，这家另类公司在上市后的表现却不错，业务量从2006年度的181亿元增长到2013年度的398亿元，净利润从2006年度的1.05亿元增长到2013年度2亿元，市值从上市之初的不足65亿元增长到2014年度的高点162亿元。虽然在净利润上有所波动，但并没有出现过微利或亏损情形，没有出现过业绩大幅下滑情形，也没有重大风险事件爆发，资本市场也开始逐渐理解并认可公司的模式。

供应链管理是干什么的

怡亚通是一家提供供应链管理（supply chain management）服务的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司，相当于物流方面的大总管，当时在国内，专业的供应链管理概念还并不为大多数人所熟悉。

怡亚通的招股说明书中也对供应链（见图4-1）的概念进行了阐释："供应链是一条包含了由企业内部和外部为顾客制造产品和提供服务的各职能部门所形成的价值链，它涵盖了从原材料供应商、制造商和分销商，到最终用户的整个产品的所有环节，是一个贯穿整个价值链的信息流、物流和资金流的流动过程。供应链外包指企业将内部无法胜任的，或非优势的业务包给专业的，高效的企业。本公司主营业务就是承接这样的服务外包业务，为企业提供专业的供应链管理服务，使企业能把主要精力放在企业核心业务上，将自身的优势功能集中化，而将劣势功能转移出去，借企业外部的资源优势来弥补和改善自己的弱势，通过对外分散配置资源，可以使资源得到最有效的运用，特别是避免投入大量资源于枝节服务上。"

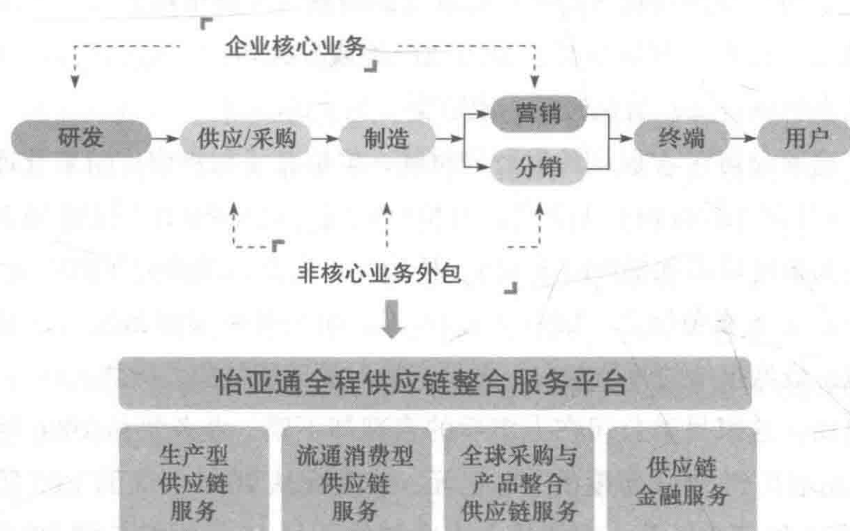


图4-1 怡亚通业务模式阐释图

资料来源：怡亚通2014年半年度报告。

通过怡亚通的服务，制造商和销售商得以将精力投入其核心业务，从而获得更高的效率和效益；而怡亚通则通过强大的信息系统，为客户们提供整个供应链管理的整合服务并赚取服务费。由于怡亚通主要业务是提供劳务，货物采购只是代为采购、仓储和运输，所以没有存货也不承担货物价格变动风险；而代为采购时，部分采购客户需要怡亚通提供垫资服务，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此公司需要大额资金周转，也会有大额应收客户的代垫款。

专业的人做专业的事，才会让整个产业链效率最高。怡亚通这样的公司是社会大分工和专业协作机制必然产生的结果，只是由于此类模式在中国起步较晚，并不为大众所熟悉。因此，怡亚通的客户主要是世界500强企业和国内著名外向型企业，包括GE、Philips、Cisco、英迈国际、Benq、戴尔、松下、柯达、OKI、AMD等世界500强企业，及中国财险（PICC)、清华同方、方正、海尔、康佳、海信数码、TCL及浪潮等中国大型企业。而为这些优质大客户提供服务，一方面由于客户信誉度较高降低了公司运营的风险，另一方面也证明了公司的服务水平得到了这些优质客户的认可，达到了世界级的水平。

怡亚通为什么会被证监会放行

怡亚通2007年3月底将申请材料上报证监会，2007年9月中旬通过发审会审核，10月底即开始招股，在证监会整个审核周期仅不足7个月，相对于动辄在证监会要审核一年以上的大部分公司来说，证监会对怡亚通IPO的审核还算相对顺利的。

怡亚通能够顺利通过证监会审核，除了2007年度新股持续火爆供不应求的因素之外，怡亚通本身的几个特点让这个另类的公司得到了证监会的放行：

（1）众多优质的客户，证明了怡亚通的模式和服务是被世界级的大公司认可的。这些世界级大公司也不会帮助怡亚通这样不知名的公司虚增业绩，因此，怡亚通财务造假的风险很低。当然，这些大公司也不太会赖账，公司经营风险可控。

（2）著名投资机构软银亚洲投资基金通过其全资子公司SAIF II Mauritius在2007年年初（上报IPO申请材料前，属于“突击入股”）出资1822万美元认购了上市前22%的股份。软银在中国有良好的投资记录，除了众所周知的阿里巴巴外，软银还投资了分众传媒、迪安诊断、华大基因等多家优秀公司，软银的入股意味着怡亚通已经得到了全球著名投资者的认可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）怡亚通报表业绩净利润过亿，在当时中小企业板公司中堪称优秀。

A股那些另类公司

自2007年起，越来越多非传统行业的公司陆续在A股上市，很多之前认为是上市禁区的或者存在上市障碍的公司得以放行，这在过去是难以想象的，证监会开始展现开放的姿态。

上市主体为控股公司而主营业务全部在子公司运作的三特索道、文化产业公司粤传媒、餐饮公司全聚德都是在2007年登陆A股市场。2009年创业板开板之后，公关公司蓝色光标、游戏公司掌趣科技、电影公司华谊兄弟、纯网络公司生意宝和东方财富等各种另类公司更是层出不穷。

至于主营业务为打火机生产销售的新海股份、主营榨菜生产销售的涪陵榨菜、主营食品的洽洽瓜子、主营扑克生产销售的姚记扑克等公司，虽然在媒体上也听到不少投资者高呼这样的公司竟然可以意外上市，但在证监会看来都是归入传统的制造业。这些公司只是产品本身没有那么“高大上”，但谈不上是另类的公司。这些都是与老百姓生活息息相关的正当营生，允许这些公司上市融资，成为受更多监管的公众公司，没什么不好。

可以说，只要业绩达标、公司规范运作符合公众公司要求、产业政策上不受限制，即满足《首次公开发行股票并上市管理办法》的发行条件的公司，都可以在A股进行IPO，证监会对企业业务已经不再报以偏见。

一些A股投资者和舆论经常指责证监会IPO审核僵化，很多优质的公司都去海外上市了，优质上市资源没有留在A股。目前在A股上市的更多是质地欠佳的公司，劣币驱逐良币。但实际上，在海外上市的公司中，除了一些网络概念股受到境外投资者追捧外，相当多的中概股日子并不好过。很多投资者和舆论眼中的优质公司，往往都是在尚未盈利时就出国上市了，而中国A股市场对于亏损公司上市的接受程度并不高。

想象一下，如果真的让严重亏损的公司在A股上市，而上市后又连续多年亏损，在连续多年亏损的情况下又持续大额融资，而融来的钱很快又烧掉了，股民和舆论又会如何反应？更不用说根据A股的现行规定，要求上市后连续三年亏损就要退市了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此，在A股当下的投资者环境和舆论环境下，具有良好发展前景、暂时处于亏损状态、甚至还不知道何时可以开始盈利的公司在A股上市，还需要一个较长的过程，需要水到渠成。近年来，随着京东、阿里巴巴等一批优秀的公司在海外上市，TMT概念在A股大火，讨论亏损公司在A股上市的声音就更为突出了。并非是证监会不够开放，更多是整体环境使然，亏损公司在A股上市也只是时间问题。这个问题在本书第11章还会详细阐述。

绿大地
中小板造假第一股

明星企业变身造假第一股

2007年11月28日，云南绿大地生物科技股份有限公司（“绿大地”）顶着“A股园林绿化第一股”、云南省首家民营上市公司的光环刊登了招股说明书，由此拉开了园林类公司在A股上市的序幕。公司股票代码002200也是一个吉利的对称代码。

绿大地的女董事长何学葵，从1992年开花店当“卖花女”开始创业，1996年创办了绿大地，到2007年把公司做上市，2009年更是一跃成为胡润富豪榜的女首富，俨然是中国梦的一个典范。

在绿大地开了先河之后，先后有东方园林、棕榈园林、岭南园林、普邦园林、蒙草抗旱等多只园林绿化股票登陆资本市场。

然而谁能想到，“A股园林绿化第一股”却最终却变成了“中小企业板造假第一股”，而当年的励志“卖花女”最后竟落得“阶下囚”的结局。

其实绿大地的上市进程并不顺利，在正式刊登招股说明书前一年，2006年11月17日，绿大地首次IPO申请即被证监会发审委否决。2007年再次上报后，终于获得了证监会的认可而成功上市。上市后绿大地财务报告非常靓丽，上市前2006年度净利润为4703.73万元，上市当年增长至6441.47万元，2008年继续增长至8676.79万元，2009年1～9月净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已经达到8858.57万元。

正当公司业务看上去蒸蒸日上之时，风云突变：2010年1月30日，绿大地突然发布《2009年度业绩预告修正公告》，公告中宣布将2009年度业绩预告从前次业绩预告中公布的同比增长20%～50%调整为同比下滑30%[⊖]。

公司对业绩下滑的解释是与当年的自然灾害有关。公告称：2009年云南省雨季结束期早，进入旱季以来，秋冬旱情严重，为50年一遇的旱情天气。而公司位于普洱市思茅区的基地2009年第四季度降水量仅为95毫米，与历年同期相比偏少超过35%；同时，该基地地形相对陡峭，人工灌溉难度大，旱情持续导致病虫害陆续发生，因此给苗木的存活率造成很大影响，公司由于存货损失导致了2009年业绩达不到原预测水平。

绿大地的主营业务是园林绿化，干旱对公司培育的拟出售苗木的影响是致命的。尽管有气象局监测报告支撑的天灾做挡箭牌，但由于在短短数月期间利润变动幅度巨大，在公司2009年度年报发布之前，证监会稽查总队于3月18日介入调查。

3月30日，绿大地继续发布《2009年度业绩预亏及持续旱灾的重大风险提示公告》，公告中表示：夏季开始，云南全省降水偏少，秋季开始进入严重干旱，最终发展成百年一遇的秋、冬、春连续干旱。预计公司2009年度经营业绩可能出现亏损。

4月30日，也即到了上市公司年报公告的截止日，绿大地才公告了正式年报：2009年度实际亏损1.51亿元。2009年10月公告第三季报还宣布了已实现净利润8858.57万元，并预计全年实现净利润1.04亿～1.3亿元；到2010年1月底就预计全年净利润只有超过6000万元；再到3月底宣布会出现亏损，直至4月底公告亏损1.5亿元；不足半年的时间，公司对报表披露差异如此之大，令市场哗然。

在证监会稽查总队和证监局的强力调查下，事件的发展超出了市场的预期。最早市场认为公司只是为了实施再融资计划而虚增2009年度业绩，

⊖ 2009年10月30日，公司在《2009年第三季度报告》中预计2009年度归属于母公司所有者的净利润比上年增长幅度在20%～50%。2010年1月30日修正业绩预告后，公司预计2009年度归属于母公司所有者的净利润比上年下降幅度在30%以内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并没想到公司可能涉嫌造假上市。2010年12月30日，绿大地突然发布公告："公司接到公安机关通知，公司因涉嫌违规披露、不披露重要信息接受调查。"证监会的稽查结果尚未公布就由公安机关介入调查，这在A股历史上是极为罕见的。

其实绿大地的造假嫌疑早在预告业绩下滑之前就可见端倪。

公司在2009年7月推出非公开发行股票预案时[㊀]，公布的业绩非常好看。然而，到了11月5日，公司突然召开董事会宣布更换会计师事务所，从中和正信会计师事务所（"中和正信"）变更为中审亚太会计师事务所（"中审亚太"）；一个多月之后公司又申请撤回了非公开发行股票的再融资申请文件。

从中和正信更换到中审亚太，并不是绿大地第一次更换会计师事务所。公司上市时是由深圳市鹏城会计师事务所审计的，2008年度审计时，公司以服务时间已达7年为由更换为中和正信。然而，中和正信才提供了不到1年的审计服务即被更换，也正是这次会计师事务所的变更掀开了绿大地造假的大幕。

这次变更会计师事务所的时间很不正常：一是公司非公开发行的申请材料正在证监会审核过程中，通常来说，再融资申请在会审核期间更换会计师事务所，会对项目审核带来极大的麻烦，证监会会对公司的财务报表另眼相看、从严审核，不到万不得已公司都不会选择在证监会审核期间更换会计师事务所；二是一般情况下，上市公司更换会计师事务所都是在年报审计工作启动之前（12月或1月），极少在3季报刚刚公告后1周这个时间点上。

是什么原因触发了会计师变更事宜？公司公告中给出的理由是中和正信与天健光华（北京）会计师事务所有限公司实施合并，并更名为天健正信会计师事务所（"天健正信"）。合并后的天健正信业务太多忙不过来，无法保证公司的审计服务时间。但这显然是一个托词。

根据《南方周末》的报道[㊁]，2009年8月，云南省证监局在绿大地巡检

㊀ 2009年7月，绿大地公告称拟发行2500万股募集资金4.445亿元用于广南县优质特色绿化苗木生产基地建设项目。

㊁ 参见《南方周末》2012年3月16日报道：《绿大地，黑账本——"反向工程"如何造假上市》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时发现了多处不合理的财务数据变化，再加上一名离职财务人员的举报，使得绿大地财务造假事件开始浮出水面。而这次更换会计师据传也是应云南省证监局的要求。接下来，当地证监局对公司提出了严厉的整改意见，要求公司调账。没过多久，公司就撤回了非公开发行股票的申请。

新聘任的中审亚太出具了保留意见的2009年审计报告，但相关表述并不清晰。根据云南省证监局的再次要求，公司聘请了中准会计师事务所有限公司就公司2009年报审计报告中发表保留意见的事项以及2009年度报告补充及更正事项进行专项审计。

2010年7月9日，深交所向绿大地及主要高管下达了处分决定，认为公司存在信息披露违规以及财务报告重大差错问题。而此时，证监会稽查总队还在对绿大地进行着持续的调查。

在证监会稽查总队对公司立案调查整整一年之后，2011年3月18日，绿大地发布了一条重磅公告："2011年3月17日晚公司接云南省公安机关通知，公司控股股东、董事长何学葵因涉嫌欺诈发行股票罪，经当地检察机关批准，于2011年3月17日由云南省公安机关执行逮捕。"

这份公告正式宣告了绿大地案件的性质由"信息披露违规"演变为"涉嫌欺诈发行"。

2011年8月18日，公司公告收到昆明市检察机关《起诉书》，要求"应当以欺诈发行股票罪、违规披露重要信息罪追究绿大地及何学葵、蒋凯西、庞明星、赵海丽、赵海艳的刑事责任"。9月6日，公司涉嫌欺诈发行一案在昆明市官渡区人民法院开庭审理。

公司在审判期间公告了一份文件:《关于控股股东何学葵与云南省投资控股集团有限公司签订附条件生效股份转让协议书的公告》，根据这份公告，何学葵（甲方）按照公司IPO时的发行价向云南省投资控股集团有限公司（以下简称"云投集团""乙方"）转让3000万股，转让总价款27 480万元；然而这笔钱何学葵却一分也拿不到，被要求用于支付"股份转让税款及相关股份转让手续费用；刑事判决罚金；清偿与轮候冻结甲方股份相关的甲方债务及因清偿债务所发生的费用；向绿大地补偿上市前资产虚增金额；向绿大地补偿上市后侵占、挪用或虚增绿大地资产套现的金额（如有）；剩余转让价款无息借与绿大地，以支持其发展，包括偿还银行到期贷款"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2011年11月28日公司股票收盘价为14.55元，3000万股市值为4.365亿元。云南省国资委全资的云投集团以不到六五折的价格取得了公司控股权，何学葵分文未得拱手送出控股权，参照上市前净资产值保留了1325万股。

12月2日法院做出一审判决：绿大地被判处罚金400万元；何学葵被判处有期徒刑三年，缓刑四年；蒋凯西被判处有期徒刑三年，缓刑四年；庞明星被判处有期徒刑二年，缓刑三年；赵海丽被判处有期徒刑二年，缓刑三年；赵海艳被判处有期徒刑二年，缓刑三年。

公告发布后，缓刑的判罚和微薄的罚金令舆论相当不满，包括新华社在内的国内众多媒体强烈质疑判决过轻。十天之后，证监会召开媒体通气会，介绍对绿大地的调查情况，详述了未被一审判决认可的一些涉嫌犯罪内容。

在巨大的舆论压力下，昆明市人民检察院于2012年1月31日对量刑畸轻的一审判决提出了抗诉。然而之前签署的股权转让协议已经于2012年2月15日办理了股份过户手续。

2012年3月29日，昆明市中级人民法院撤销一审判决，发回重审。2013年2月7日，在庭审结束9个月之后，昆明市中级人民法院宣布了新的《刑事判决书》："绿大地公司执行罚金1040万元；何学葵被处有期徒刑十年，并处罚金人民币60万元；蒋凯西被处有期徒刑六年，并处罚金30万元；庞明星被处有期徒刑五年，并处罚金30万元；赵海丽被处有期徒刑五年，并处罚金30万元；赵海艳被处有期徒刑二年零三个月，并处罚金5万元。"缓刑全部变为实刑，且期限延长，并追加了罚金。

何学葵等人当然不服判决，但云南省高级人民法院于2013年4月3日做出终审裁决，驳回上诉，维持原判。经过4次庭审的绿大地案终于有了一个确定的结果。

终审结果宣布后，证监会于2013年5月30日出具了《行政处罚决定书》，对绿大地案相关责任人给予了相应的行政处罚，深圳鹏城会计师事务所也被撤销了证券服务业务许可，绿大地案正式告结。

结束了刑事诉讼和行政处罚的绿大地很快启动了重大资产重组工作，2013年11月，绿大地推出发行股份购买资产方案，以3.96元的对价收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同在云南省的云南洪尧园林绿化工程有限公司66%的股权，该重组方案2014年5月获得证监会核准。完成重组后的绿大地更名为“云南云投生态环境科技股份有限公司”，彻底抛弃了“绿大地”这个名字。

尽管公司名称更换了，刑事判决和行政处罚陆续结束，但“绿大地”案件的余波远未平息，相关民事诉讼才刚刚开始。2014年起，陆续有投资者向昆明市中级人民法院提起民事诉讼，要求绿大地赔偿损失。截至2014年年底，已经有近90起民事诉讼案件，索赔金额超过1600万元，开庭审理超过60起，但部分案件得到的判决结果却又令人失望之极，民事诉讼维权之路依然漫长。

双面财务顾问与疯狂的造假路径

那么，绿大地造假上市是怎么运作、怎么得逞的呢？

每一个财务造假案的背后，几乎都有一个财务运作的高手。

绿大地董事长何学葵虽然第一份职业就是会计，但只干了3年，1995年即开始在红河州创业开花店的她对资本市场并无太多了解，造假上市这事靠何学葵显然无法独立完成。但她有着迅速做大企业和上市资本运作的野心，于是在朋友的介绍下，她认识了财务专家蒋凯西并将其聘为财务总监。蒋凯西又向何学葵大力推荐了资本运作高手庞明星担任公司财务顾问。

庞明星和财务总监蒋凯西两个人告诉何学葵，绿大地的业绩水平距离上市还太远，如果想走捷径，只有按照上市标准对公司业绩进行包装，三人一拍即合。

何学葵组织了自己的亲朋好友作为造假执行团队，负责从银行单据到公司印章的一系列造假操作。在庞明星的指导下，绿大地开始大胆地虚增资产和收入。比如2004年绿大地购买马龙县旧县村委会土地960亩，当时购买成本只有50万元，但在会计入账后就变成了955万元。在虚增业绩方面就更加大胆，公司通过私刻公章、伪造银行票据和销售合同，炮制了大量子虚乌有的收入和利润。

根据昆明市中级人民法院的《刑事判决书》[（2012）昆刑一初字第73

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

号]，绿大地原董事长何学葵、原财务总监蒋凯西、财务顾问庞明星共同策划，安排赵海丽、赵海艳登记注册了一批由绿大地公司实际控制或者掌握银行账户的关联公司，利用相关银行账户操控资金流转，采用伪造合同、发票、工商登记资料等手段，少付多列、将款项支付给其控制的公司、虚构交易业务、虚增资产和收入。并且，公司利用银行空白进账单，填写虚假资金支付信息后，私刻银行印章加盖于单据上，伪造了各类银行票证。

绿大地在上市前后虚增资产、虚增收入达到了难以想象的幅度。2004～2007年上市前，合计虚增资产7011万元，虚增收入2.96亿元；而在绿大地上市后，2007～2009年，公司继续着其疯狂的财务造假行为，合计虚增资产2.69亿元，虚增收入2.5亿元。

当然，这些虚增的资产和业绩必须瞒过会计师事务所的审计，在这一环节，庞明星成为非常关键的人物。在绿大地事件中，他有着双重身份：上市公司的财务顾问，以及会计师事务所派来的审计现场负责人。

庞明星成为公司上市的财务顾问后，把绿大地这个项目的审计业务介绍给会计师事务所，条件则是会计师事务所任命庞明星为这一项目的审计现场负责人。这样一来，庞明星就通过带来项目“挂靠”在会计师事务所的方式，完全掌控了项目的审计过程。其他现场审计人员出于利益考量，现场审计都完全按照庞明星的意见来。

庞明星先后挂靠在绿大地上市时的会计师事务所深圳鹏城会计师事务所、上市后更换的北京中和正信会计师事务所。当审计执行者就是造假策划者时，财务造假自然通畅无阻。

而云南省证监局发现了异常情况要求更换事务所后，庞明星再也无法阻拦审计发现问题，于是绿大地案发。

绿大地案发的2010年，还有一桩涉嫌造假案——胜景山河案（详见本书第7章“胜景山河：一步之遥，天堂地狱”），连续两个涉嫌造假的案例曝光，使得作为监管机构的证监会压力颇大。

从原始的会计凭证开始造假，通过隐匿的关联方完成现金流的伪造，一般被称为“系统造假”，这种造假仅凭财务报表层面的审核是很难发现的，因为所有会计上的钩稽关系都不会出现异常。如果没有当地证监局巡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

检后及时要求更换会计师事务所，绿大地造假案的曝光可能还需要相当长的时间。证监会相关人士在保荐代表人培训班上提到绿大地案时也承认，通过标准的审核流程是无法发现蓄意系统造假的。

为了解决这一问题，2011年4月，证监会发出发行监管函［2011］75号《关于实施〈关于保荐项目尽职调查情况问核程序的审核指引〉》，要求保荐代表人不能只停留在案头审核材料，要落实实地调查，根据实地调查情况来判断发行人是否存在造假行为。只有在事实环节进行把控与核实，才能尽可能地减少这种系统性造假案件的发生。

农业企业造假疑云

在绿大地事件之后，人们渐渐总结出A股市场的一个奇怪现象：农业企业经常和财务造假扯上关系。除了主营苗木销售和绿化工程的绿大地之外，历史上被发现财务造假的农业企业，远的包括早年间臭名昭著的银广夏、蓝田股份，之后还有2003年案发的丰乐种业和2006年案发的草原兴发，接下来就是从事大米深加工的万福生科，以及从事茶油生产和深加工的新大地。这些农业企业都因为造假上市，甚至上市后持续造假受到了监管机构的处罚，最后大多成为A股造假的经典案例。

这些企业的造假手段也都如出一辙：利用隐匿的关联方，或者伙同原材料供应商、经销商，伪造发票、银行票据、进出口报关单等原始凭证，虚构交易，虚增资产和收入，其业绩状况明显与同行业其他公司不符。造假就像是吸毒，一旦开始就无法停止，谎话需要一直编下去，拆了东墙补西墙，结果终有一天撑不下去，于是东窗事发。

农业企业为何如此热衷于造假呢？这也是由这类企业的经营属性决定的。

相比工业企业和服务性企业而言，农业企业发展增速慢，易波动，利润率也不高，企业如果要符合A股上市标准并保持良好的增长势头在资本市场融资，是一件困难的事情。受到利益的驱使，很多农业企业就有动机造假包装，以便进入资本市场圈钱。

农业企业的天然属性给这些企业提供了造假的便利，也使得这些企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的造假不容易被发现。

比如蓝田股份，公司有大约20万亩的围养湖面和一些精养鱼池，至于水里到底有多少鱼，审计师几乎无法审计。蓝田股份的审计师在事后很苦恼地说："至于虚报利润，我们并不是专家，鱼塘到底有多少鱼，到底能卖多少钱，我们只能借助专家的评估、预测。我们当时去的时候，也要求公司做评估。后来我们是在专家的评估判断后才签的字。"此外，蓝田股份的销售收入主要都来自于现金交易，因此无法根据凭证进行环环相扣的核实。

后来因为蓝田的造假越来越疯狂，导致基本财务指标明显异常、经营业绩与同行业上市公司明显不符，最终被揭开了其造假的黑幕。

另一个有趣的现象是，这些农业企业由于持续的造假，无法支持高增长的幻象，因此往往会借助于自然灾害来"洗个大澡"[⊖]，利用严重的自然灾害为说法，对造成的"损失"大幅计提跌价准备和减值准备，企图把原先虚增的资产坐实。

绿大地一案就是公司借云南百年一遇的旱灾，谎称公司的苗木存货大量损失；蓝田股份当年发布公告称因为洪水的原因，库存的甲鱼全部被冲走了；而草原兴发造假案则是以2004～2005年爆发的禽流感为借口，虚构向养殖户赔款3.39亿元。我们不得不感慨地说，老天爷真的好配合这些造假的公司。

甚至有些没有遇到天灾的造假公司，也试图把公司业绩下滑的原因往天气情况变化上靠，以此掩盖无法持续造假的真相。

比如在万福生科造假案中，其董事长龚永福对记者解释募投项目停产原因时说：当地上半年一直下雨，导致工期延误，所以业绩下滑很严重。《21世纪经济报道》的记者对万福生科所在的湖南常德市2012年1～6月的天气进行了查询，发现虽然降雨量比历年同期均值多出23.2%，但真正对当地生产生活造成较大影响的强降雨只有5月11～12日、6月25～28日两个时段，并且对万福生科所在地桃源县的影响不是最强烈的。

⊖ 洗大澡（big bath）是一种常见的会计操纵手法，又称为巨额冲销，是指把以前年度应确认而没有确认的损失或把以后期间有可能发生的损失集中在一个会计期间确认，使利润在不同的会计期间转移，以达到调节利润的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

太阳底下没有新鲜事，2014年10月30日晚间，上市公司獐子岛公布了三季报以及计提巨额存货减值的公告。公司称对秋季底播虾夷扇贝存量进行抽测，发现部分海域的底播虾夷扇贝存货异常，将产生重大损失。公司决定对105.64万亩海域里全部虾夷扇贝存货放弃本轮采捕，进行核销处理；同时计提存货计提跌价准备2.83亿元，总计对净利润影响为7.63亿元。对于这次存货巨额损失的原因，公司并发布了中国科学院海洋研究所的相关会议纪要作为证据，判定公司的海洋牧场受到了自然灾害，灾害主要因为北黄海冷水团低温及变温、北黄海冷水团和辽南沿岸流锋面影响、营养盐变化等综合因素。此事件引起了市场上的轩然大波，因为明眼人都看得出来，獐子岛事件与之前的蓝田股份、绿大地造假案何其相似。

尽管证监会在12月5日召开的例行发布会上，回应了此前市场针对獐子岛造假的质疑，称经过大连证监局牵头核查，未发现獐子岛造假；但自此以后，所有的农业股头上都蒙上了一层阴影，很多投行也开始有意从严把握甚至避开农业股IPO或再融资项目，农业股造假疑云在A股市场上挥之不去。

中国石油
见证A股癫狂的落幕

2007年A股IPO累计募集资金4470亿元，这一年先后有兴业银行、中国平安、中信银行、交通银行等12家募集资金过百亿规模的公司成功IPO上市，上证指数从2728点起步，10个月飙升到6124点的A股历史高点，涨幅高达124.48%。正是在这样癫狂的市场环境下，中国石油登陆A股。

2007年10月16日，上证指数摸高至6124.06点，成为A股市场历史最高点位。一周之后的10月22日，中国石油刊登了招股意向书，正式宣布回归A股。最终A股发行价为16.7元/股，总募集资金668亿元，为A股史上募集资金规模排名第二的公司，仅次于2010年A+H股上市的农业银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2007 年 11 月 5 日，中国石油 A 股在上交所挂牌，开盘价 48.6 元，最高价 48.62 元，收盘价 43.96 元，较发行价涨幅 163.23%，换手率 51.58%。

48.62 元成为中国石油 A 股的最高价，之后持续下跌，5 个月后跌破发行价，10 个月后跌破 10 元，上市不足一年时间跌幅超过 80%，股价腰斩再腰斩，留下了“问君能有几多愁，恰似满仓中石油”的 A 股经典段子。中国石油的 A 股发行也成为媒体和投资者抨击 A 股的标靶。

2008 年年初有媒体如此评论中石油 IPO：“中石油的高开低走是目前新股发行机制的圈钱本质所决定的。中石油 A 股发行价 16.70 元，是 H 股发行价的 13 倍之多，从国际市场来看，已经超出了同类股票价值投资的范围。高倍市盈率溢价发行，最大的受益者当然首先是发行人，中石油由此而比原计划多融资 268 亿元，这也是作为圈钱者的中石油更乐意用配售特权同询价机构进行利益交换的玄机所在。”㊀

那么中石油发行价是不是过高呢？导致投资者蒙受重大损失的，是不是这个所谓过高的发行价呢？

16.7 元的发行价如何确定

首先，我们可以看看中石油的发行价是如何确定的。

中国石油此次是从 H 股回归 A 股，从估值的合理性来讲，A 股定价一般会参考 H 股股价。定价的过程通常很纠结：如果定价高于 H 股股价会被认为询价机构的估值水平有问题，有些投资者认为一个现摆着的成熟市场的交易市价比什么估值模型都更具有说服力；如果定价低于 H 股股价，则可能会被 H 股股东们认为损害了 H 股股东的利益。

根据中国石油的 A 股招股意向书，拟募集资金投资项目合计需要资金 377.7 亿元，最终实际募集到了 668 亿元，超过计划募集资金 290 亿元。如果我们按照募集资金项目需要测算，中国石油原本计划的发行价也就在 9.44 元 / 股。

但在中国石油 A 股发行上市的全过程中，H 股股价经历了一个爬坡的过程：

㊀ 引自《IPO 又一个非常危险的开始》，作者黄湘源，《国际金融报》(2008-01-14 第 07 版)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

启动 A 股发行的公司内部程序环节

2007 年 6 月 19 日，中国石油召开董事会，宣布要在境内发行 A 股并上市。消息公告后中国石油 H 股股票大涨 5.2%，收于 11.74 港元。

2007 年 8 月 10 日，中国石油股东大会通过了 A 股发行上市议案，公告次日收盘价为 10.54 港元。

A 股发行审核环节

2007 年 8 月底，中国石油 A 股 IPO 申请材料上报中国证监会；9 月 14 日收到第一次也是唯一一次反馈意见；9 月 20 日证监会发布发审会公告宣布将中国石油 A 股首发事宜，24 日通过发审会审核。9 月 21 日公司 H 股股票上涨 4.68%，收盘于 12.96 港元；9 月 24 日当天 H 股股票上涨 10.34%，收盘于 14.3 港元。

A 股刊登招股意向书、询价环节

2007 年 10 月 22 日，中国石油刊登招股意向书，10 月 22 ~ 24 日进行询价路演，24 日为报价截止日。10 月 22 日的收盘价已经涨到了 18.78 港元，23 日再涨 3.51%，收于 19.44 港元，24 日冲高到 19.82 港元。

从 6 月 19 日决定在 A 股上市的董事会召开前的收盘价 11.16 港元，到 10 月 24 日询价截止日的 19.82 港元，中国石油 H 股股价在 5 个月时间内上涨了 77.6%。而同期香港恒生指数从 21 582.89 点上涨到 29 997.01 点，涨幅只有 38.98%。

在超过 19 元且持续上涨的 H 股股价带动下，中国石油 A 股发行价定在了 16.7 元人民币，约合 18.4 港元，与 H 股价格相当。我们不难看出，中国石油 H 股股价的持续上涨是中国石油 A 股最终定价为 16.7 元的重要原因。

而前述称中国石油 A 股 IPO 圈钱的媒体评论中把中国石油 2007 年 A 股发行价与 2000 年的 H 股 1.28 港元的 H 股发行价相比，是明显错误的。过去了 7 年，中国石油的业绩早已有了较大变化，用 7 年前的 H 股估值来衡量 7 年后的 A 股发行价显然是不合适的。

A 股上市环节

2007 年 11 月 5 日，中国石油 A 股上市。就在上市前夕的 11 月 1 日，中国石油 H 股创出 20.25 元历史最高价。在这一路上涨的氛围当中，A 股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的中国石油在上市首日即创出了该股票的历史最高价，收盘价 43.96 元相当于 45.32 港元。

而当日 H 股在摸高 19.9 元后转跌，收盘价为 18 港元，跌幅 8.16%，A 股和 H 股之间出现了巨大的价差。这样看来，中国石油 A 股即将出现大幅下跌几乎是必然的事情。

有趣的是，在中国石油经历了 A 股发行前 H 股暴涨和发行后暴跌的大起大落后，2007 年 12 月 25 日，国内知名财经媒体 21 世纪经济报道刊登文章《中石油股价暴跌背后：瑞银联手机构作局敛财》，文章指责中国石油的主承销商之一瑞银证券拉升中国石油 H 股做局。文章中指出："整个瑞银集团（UBS AG）利用中国石油 A 股发行赚得盆满钵满。不仅其旗下的瑞银证券作为联合主承销商，能从高达 5.56 亿元的发行费用中分得不小的一杯羹，而且 UBS AG 100% 控股的资产管理公司、金融服务公司等 10 多家机构，早在中国石油 A 股招股说明书正式公布前就已联合潜伏中国石油股份（0857 · HK）中，于 A 股上市发行前后依次采用收集、拉升、减持、沽空手法，通过影响中国石油 H 股正股及相关权证价格大获其利。有业内人士指出，UBS AG 控制的机构不应该在瑞银证券担任主承销商期间介入中国石油 H 股，因为这些机构和瑞银证券是一致行动人，存在内幕交易嫌疑，而这些机构在香港市场中国石油股份（0857.HK）的操作手法已涉嫌市场操纵。"

报道发表后，瑞银证券很快发出声明反驳该说法子虚乌有。要证明上述瑞银操纵股价的说法成立其实非常难，媒体也没有明确的证据来指证瑞银，更不用说在现行的中国内地及香港监管法规框架下，针对此类情况的相关规定属于监管空白。

但换个角度看，中国石油 16.7 元的发行价又有一定的合理性，是当时整个大牛市的市场氛围下的产物。这个价格的发行市盈率仅为 22.44 倍，在 2007 年 A 股发行的全部 118 只新股中排名倒数第 13；而当时另一家石化巨头——中国石化在 A 股二级市场的市盈率已经超过了 40 倍。

在这种情况下，即使没有 H 股的拉升，顶着"亚洲最赚钱公司"头衔、每年分红数百亿的中国石油定出的 16.7 元的发行价应该是可以被接受的。

16.7 元 / 股的发行价也受到了打新资金的追捧，中国石油网下发行冻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结资金 7992 亿元，网上发行冻结资金 25 786 亿元；网下最终配售比例为 2.089%，网上发行最终中签率为 1.943%。而在中国石油 A 股 IPO 前 1 个月发行的中国神华，募集资金超过 660 亿元，发行市盈率高达 44.76 倍的情况下，网下发行冻结资金 7138 亿元，网上发行冻结资金 19 479 亿元；网下最终配售比例为 2.798%，网上发行最终中签率为 2.393%。显然，相对于中国神华来看，中国石油的发行价更受到投资者的追捧。

再换个角度看，中国石油发行前上证指数点位在 6000 点以上，2008 年 9 月 18 日其股价跌破 10 元的价格时，上证指数当日低点也只有 1800 点，上证指数下跌幅度也超过了 70%，以 16.7 元的发行价来看，中国石油股价下跌幅度只有不到 50%。因此，如果只是以 16.7 元的发行价为基准，中国石油的下跌幅度并没有超过大盘的下跌幅度。

在 2007 年 A 股癫狂的大背景下、在 H 股股价参考下，结合中国石油的基本面，我们应当承认：**最终确定的 16.7 元 / 股的发行价是可接受的。最终套牢广大投资者的，是 48.6 元的上市首日疯涨。**

48.6 元的上市首日价如何炼成

2007 年 11 月 5 日，中国石油上市首日的开盘价开到了 48.6 元，之后震荡下滑至 43.96 元，较发行价涨幅 163.23%，换手率 51.58%。

第二个交易日股票继续下跌，开盘价 41.4 元，之后持续下跌一度接近跌停，最终收盘 39.99 元，换手率 11.43%。

第三个交易日股价还有所反弹，收盘 40.43 元，换手率 7.22%。

当达到 100% 换手率的时候，股价还在 37 元以上，相对于发行价还涨了 20 元 / 股。

2008 年 2 月 5 日，参与网下配售的投资者解除限售时，中国石油的股价为 24.7 元，直到 5 个月以后才跌破发行价。可以说，所有按照发行价进行申购并中签的投资者均有机会实现盈利。

“问君能有几多愁，恰似满仓中石油”的说法，更多是源自开盘价即最高价，在从 48.62 元一路跌到 10 元的十个月持续下跌过程中，几乎没有一次像样的反弹，在二级市场买入的几乎所有投资者全部被套牢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

48.6元意味着什么？中国石油总计发行A股40亿股，发行后的总股本为1830亿股，其中A股1619.22亿股，A股总市值高达7.87万亿。即使按照收盘价计算总市值依然超过1万亿美元。

这是一个什么概念？当美国苹果公司2012年8月20日总市值达到6230亿美元，超过微软公司1999年创造的6205亿美元市值成为美国史上市值最高的公司时，按照当时的汇率也仅折合3.956万亿人民币。而2014年阿里巴巴在美国上市后，按照年度最高股价计算总市值也不足2800亿美元，折合人民币只有1.7万亿。全球石油巨头埃克森美孚公司在中国石油上市时的市值有4876亿美元，但此市值尚不及中国石油总市值的一半，而埃克森美孚的利润规模却是中国石油的2倍。显然，仅A股市值就高达7.87万亿、使中国石油成为全球最高市值公司的48.6元的股价是一个必然要下跌的价格。

A股的二级市场投资者们为何会给出一个这样不可思议的价格？示范效应、成本决定论、明星光环、市场氛围是推高中国石油二级市场价格的几大主要原因。

示范效应

2007年新股首日平均涨幅超过195%，中国石油这支超级大盘股上市当天163.23%的开盘涨幅还没达到平均数。

在中国石油上市前两个月内发行了两只超级大盘股：建设银行和中国神华。这两家公司上市后股价的优异表现鼓舞了中国石油的投资者。

建设银行募集资金580.5亿元，上市首日仅上涨了32.25%，但上市之后连续上涨，在随后的10个交易日内从8.53元涨到10.53元，涨幅23.45%，并在11月2日创造了11.58元的高价。

建行上市后的表现对半个月之后上市的、募集资金达665.8亿的中国神华产生了较大影响，中国神华上市首日收盘涨幅为87.35%，而且在上市之后继续大涨，连续拉了3个涨停板，到第四个交易日涨到94.88元，较上市首日收盘价69.3元上涨了37%，较发行价上涨了156.5%。

中国神华上市后强势表现，无疑对不到一个月后上市的中国石油有着相当大的影响。火中取栗、充满冒险主义的二级市场投资者们认为，既然建设银行和中国神华这样的超级大盘上市后都继续大涨，中签率更低的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国石油没有理由不表现得更好。

成本决定论

吸引中国投资者们炒新股的另一个理由是成本决定论，新股上市后，大部分中签者会卖出，而新买入的投资者们的平均成本是可以根据交易量和交易总额估算出来的。而很多散户投资者们认为大量吃进筹码的是“庄家”，“庄家”投了这么多钱进去，肯定要拉升股票才能出货，不会选择短期内低于成本价出售，否则就会亏大了。所以只要在“庄家”拉升之前抢进去，拉升完毕前先出货，“与庄共舞”就会赚钱。压根就不会考虑这只股票是否值这么多钱，股票能否上涨的唯一决定因素是有没有人炒。而多年以来的新股表现更是证明了有资金在专炒新股，所以跟着“庄家”炒新股有利可图，只要成本比“庄家”低就不会亏钱。

明星光环

中国石油上市时的噱头是“亚洲最赚钱的公司”“高比例分红的现金奶牛”“两市第一权重股”“全球第六大油气巨头”……是的，中国石油2006年度净利润高达1362亿元，2006年度共分红640亿元占净利润的47%，上市后A股市值占到A股总市值的20%以上。

但是，这些数据只能说明中国石油是个优质公司，并不意味着中国石油价值会超过万亿美元。而投资者们只看到了光环，并没有意识到公司的价值和股票价格是有匹配关系的，被炫目的光环迷晕了。

市场氛围

在中国石油上市前，A股市场已经进入到癫狂氛围。上证指数在10月16日到达6124点的巅峰后，出现了短暂回调，而随着中国石油发行完毕，未中签的部分资金推动指数再次上涨到6000点以上，似乎之前的回调只是指数再次上涨的一个小插曲。市盈率已经无法解释股票估值，预期市盈率也难以支持，市场上出现了“市梦率”的说法，“8000点就在眼前”“万点不是梦想”的口号激励着投资者们前赴后继将资金投入股市，完全没有意识到风险已经积累到相当高的程度。中国石油上市首日的疯狂价格，正是整个A股狂欢达到高潮的映射。而中国石油上市后的超高股价，也让一些投资者们从兴奋转向警醒，A股市场整体开始从巅峰向低谷跌落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谁在高位买进中石油

这么高的价格谁在买进？根据《北京日报》的报道，中国石油上市首日收盘后，持有中国石油股票的基金和券商持股比例只有 5.15%，持有中石油 5 万股以下的散户，持有其流通盘的 65.54%；一个月后，这一数字变成了 74.01%；一个月时间，持有中石油股票的散户账户数增加了约 40 万个；1 月 4 日，比例进一步放大至 76.6%。在三个月的时间里，数以万计的散户认为，中石油股价已经下跌到了合理的地步，因此他们前赴后继地进场“抄底”，却偏偏遇到了“抄到地板还有地下室，抄到地下室还有地狱，地狱还是十八层”的中国石油。

按照 16.7 元发行价申购中国石油的投资者几乎全部获利，而在上市后 10 个月内在二级市场上买入中国石油的投资者则几乎全部亏损。显然，导致投资者亏损惨重的罪魁祸首是 48.6 元的上市价而非 16.7 元的发行价。

发行价可以说是中国石油和主承销商们共同确定的结果，而上市交易价格却是二级市场的投资者们自己哄抬出来的价格，与中国石油和主承销商几乎没有关系。并没有人逼着投资者去按照如此高的价格购买这股票，是贪婪导致了投资者亏损严重。二级市场上的投资者被新股不败的传说蛊惑，而对新股上市交易的风险没有给予足够的重视。

中国石油上市后迅速拉高却一路下跌这一事件，奇迹般地见证了中国股民从贪婪到恐惧的历程，也反映了广大投资者的不成熟、不理性。但令人叹惜的是，这次惨痛的教训并未让散户得到充分的教育，2011 年华锐风电上市，开盘就跌破 90 元发行价，而散户们一路买进股价一路下跌，结果公司的股价却出现了从 88 元跌到复权后只有 12 元的“奇迹”表现（华锐风电案例详见本书第 8 章“华锐风电：史上最惨痛的打新记忆”）。

当然，与早早带上 ST 帽子的华锐风电不同，尽管股价持续下跌，但中国石油本身依然是盈利能力良好、分红丰厚的公司。上市后 7 年公司每年实现净利润均在千亿以上，每年两次现金分红，年度分配比例均未低于 500 亿元，总分红超过 3600 亿元，按照 2014 年平均市价计算股息率超过 4%。但上市后累计折合 2.13 元 / 股的分红，相对于 48 元的上市首日高位股价来说，散户们的解套之路依然相当漫长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国石油本应成为投资者教育的经典范例，但最后媒体的关注焦点却指向了公司高价发行以及主承销商借机敛财。如果监管部门和媒体能多利用类似中国石油的案例强化投资者教育宣传，也许我们的广大投资者能在日后的新股交易中逐步增加风险意识，而不是重复着类似的投机悲剧。

太平洋证券
独一无二上市路

一个独特的上市方案

2007年12月28日，周五，2007年的最后一个交易日，上交所涨幅榜排名第一的是一只冠着"N"字头的股票——"N太平洋"。在沪深交易所股票简称中，冠以"N"字头，意味着这是一只新股，"N"即"New"的缩写。

但奇怪的是，在2007年发行的118只新股中，并没有"太平洋"这只股票，"太平洋"也没有公告过招股意向书或招股说明书，在12月28日之前只披露过一份上市公告书。显然，"N太平洋"并不是一只通过IPO上市的股票。

通常情况下，除了IPO的方式，一家公司想要在A股市场上市还有两种选择：借壳上市（如第1章介绍的鸿达兴业借壳江苏琼花）、吸收合并现有上市公司并整体上市（如第2章介绍的中国铝业吸收合并山东铝业和兰州铝业）。

但太平洋证券的上市似乎并不属于这两种情况。

借壳上市会保留原来的股票代码，而"N太平洋"启用了新代码"601099"。与"太平洋"相关的上市公司"云大科技"已经退市，太平洋也没有和云大科技做过借壳式重组，没有用云大科技的壳，所以并不是借壳上市。

太平洋也没有吸收合并云大科技，只是一部分太平洋的股东拿太平洋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的部分股份换取了云大科技股东持有的云大科技的股份，是两家公司股东之间的交易。交易完成后，退市的云大科技成为太平洋几个小股东联合投资的一家公司，与太平洋本身并没有什么关系。这显然不是吸收合并现有上市公司并整体上市的模式，也不是退市后重组再恢复上市。

一家公司采取IPO路径上市需要通过证监会发行部审核，采取借壳或者吸收并整体上市需要通过证监会上市部审核。而根据太平洋的上市公告书，太平洋上市所取得证监会批文为《关于太平洋证券股份有限公司上市有关问题的批复》（证监办函［2007］275号），即证监会办公厅给的批复。

这家成立于2004年年初，为化解云南证券经营风险而成立的证券公司，截至2007年11月底，只有11家证券营业部和11家证券服务部，且几乎全部都在云南省内；公司在沪深交易所交易量的排名刚跨入前100名券商的行列；投行业务甚至只做了一单非公开发行的保荐机构；公司2006年才首次实现盈利，之前连续两年亏损。

那么，太平洋证券是怎么上市的呢？

太平洋证券上市与云大科技的股权分置改革密切相关。时间回到2007年4月14日，已经连续三年亏损且第四年依然注定亏损，在2006年5月18日就被暂停上市且即将退市，仍未完成股改的云大科技突然公告了股权分置改革说明书。

根据云大科技的股权分置改革说明书，云大科技的股权分置改革方案为：公司非流通股每8股换成1股太平洋证券股份，流通股每4股换成1股太平洋证券股份；不同意换股的流通股股东可以按照2元/股的价格向第三方转让股份获得现金；第三方受让股份后按照4∶1的比例换成太平洋证券股份。

北京冠阳房地产开发有限公司、深圳市天翼投资发展有限公司、深圳市利联太阳百货有限公司、湛江涌银置业有限公司4家2007年4月刚入股太平洋证券的新股东提供了换股股份。换股完成后，云大科技的非流通股股东持有2251.7万股太平洋证券股份，流通股股东持有4200万股太平洋证券股份；而4家太平洋证券的新股东持股数量总和从10 200万股下降到3748.3万股，同时持有云大科技100%股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

太平洋证券采用的是用新增股东取得的股份来执行换股，这样的做法有几个好处：一来把云大科技剥离在太平洋证券之外，由新增股东接手不会对太平洋证券后续发展产生不利影响；二来太平洋证券原股东利益只是被些许摊薄但换得上市流通权损失最小；三则是太平洋证券本身还增加了1亿多的资本金，对于靠资本金发展的证券公司来说也是有利的事情。

客观地说，这个方案设计是很巧妙的。

云大科技是一家将死的公司，连续四年亏损即将退市，每股净资产早已是负数资不抵债，重组这样一家公司难度相当大且很难找到人接手；但由于这家公司是国有控股公司，3万多名股东因投资亏损可能引起社会不稳定风险。云南省政府要解决的是股东压力而不是公司本身经营压力问题。采用换股的方式，虽然抛弃了云大科技的壳，但却给了这3万多名股东一条出路。

太平洋证券成立是为了接之前亏损严重、资本金不足的云南证券的烂摊子，可以说是化解了云南省证券市场风险，于云南省政府有功。因此太平洋证券提出上市方案时，也得到了云南省政府的配合。

北京冠阳房地产开发有限公司等4家公司出资1.02亿成为太平洋证券股东，由于实施换股最终只拿到3748万股太平洋证券的股份，相当于2.72元拿到了太平洋证券上市前的原始股，而根据4∶1换股比例以及2元/股的现金选择权，每股太平洋证券股票的价值至少有8元/股。

在这个方案下，原云大科技的股东获利了，云南省政府消除了社会隐患，太平洋证券的发起人股东们获利了，提供换股股票来源的新增股东也获利了，太平洋证券本身因为上市成功获得资本市场发展平台也获利了，是一个多赢的结果。

在太平洋证券《上市公告书》里列明了公司符合上市条件的众多理由，最重要的一条是“在本次申请上市前，中国证监会根据云政函［2006］113号所提组合操作方案以及公司的申请（太证发［2007］028号），以《关于太平洋证券有限责任公司整体变更为股份有限公司及增资扩股的批复》（证监机构字［2007］81号）批准，太平洋证券有限责任公司整体改制为股份公司后定向增加注册资本10 200万元。定向增资的股东（即换股股东）以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其持有的部分新增股份与云大科技的股东进行换股。在换股实施日，云大科技共有 28 975 名股东参与换股，换股人数超过 200 人；换股完成后，**公司股东结构公众化**。”“股东结构公众化”意味着公司成为公众公司，股权分布也符合上市标准，太平洋证券直接向上海证券交易所申请上市，而最终上海证券交易所在取得了证监会办公厅的批复函后，同意了太平洋证券上市。

虽然太平洋证券与云大科技换股并上市并不完全符合《上市公司收购管理办法》《上海证券交易所上市规则》，但解决了云南省两大难题企业的问题。

太平洋证券上市后，《第一财经日报》《华夏时报》《理财一周》《财新网》《证券市场周刊》《证券日报》等多家媒体报道质疑太平洋证券不寻常的上市与曾经出任证监会副主席、时任国家开发银行副行长的云南籍人士王益有关，但在王益落马后的判决书中并未提到此事。太平洋证券的上市方式也就此成为中国证券市场上独一无二的案例。

券商上市那些事

截至 2014 年 12 月 31 日，中国 A 股市场共有 20 家上市的证券公司。

其中通过 IPO 上市的有 11 家：1994 年上市的宏源证券，2003 年上市的中信证券，2009 年上市的招商证券和光大证券，2010 年上市的华泰证券、兴业证券和山西证券，2011 年上市的东吴证券和方正证券，2012 年上市的西部证券，2014 年上市的国信证券。

借壳上市的有 8 家：2007 年海通证券借壳都市股份，东北证券借壳 S 锦六陆，国元证券借壳 S*ST 化二，长江证券借壳 S*ST 石炼，2008 年国金证券借壳成都建投，2009 年西南证券借壳 ST 长运，2010 年广发证券借壳 S 延边路，2011 年国海证券借壳 SST 集琦。

特殊方式换股上市的 1 家：太平洋证券。

此外，2014 年年底正在申请上市的券商还有：申银万国、安信证券、国泰君安、东方证券、华安证券、东兴证券、浙商证券、第一创业证券等多家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以说，国内排名靠前、具有一定市场地位或影响力的券商，大多已经上市或者正在上市的路上。由于上市对于券商的发展意义重大，各家券商对上市热情高涨，尤其是在 2006 年以后，能 IPO 的就 IPO，有壳好借的就赶紧借壳。从已经上市的券商来看，上市后实现跨越式发展最典型例子的是中信证券。在中信证券 2003 年上市时，2002 年度实现净利润 1.1 亿元，完成发行后净资产只有 51.15 亿元。而到了 2014 年，中信证券全年实现净利润 113.37 亿元、期末净资产 990.99 亿元，在行业内已经遥遥领先。

2006 年 7 月，证监会发布了《证券公司风险控制指标管理办法》，第一次明确提出“建立以净资本[㊀]为核心的风险控制指标体系，加强证券公司风险监管”。并明确规定“证券公司经营证券经纪业务的，其净资本不得低于人民币 2000 万元。经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务之一的，其净资本不得低于人民币 5000 万元。经营证券经纪业务，同时经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务之一的，其净资本不得低于人民币 1 亿元。经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务中两项及两项以上的，其净资本不得低于人民币 2 亿元。证券公司必须持续符合下列风险控制指标标准：净资本与各项风险准备之和的比例不得低于 100%；净资本与净资产的比例不得低于 40%；净资本与负债的比例不得低于 8%；净资产与负债的比例不得低于 20%；流动资产与流动负债的比例不得低于 100%。”

上述规定只是最低要求，要想扩大经营规模，同样受到净资本的限制。例如：

- 证券经纪业务：计算净资本时要按托管客户的交易结算资金总额的 2% 计算风险准备；净资本按营业部数量平均折算额（净资本 / 营业部家数）不得低于人民币 500 万元；

㊀ 净资本是指根据证券公司的业务范围和公司资产负债的流动性特点，在净资产的基础上对资产负债等项目和有关业务进行风险调整后得出的综合性风险控制指标。净资本基本计算公式为：净资本 = 净资产 – 金融产品投资的风险调整 – 应收项目的风险调整 – 其他流动资产项目的风险调整 – 长期资产的风险调整 – 或有负债的风险调整 –/+ 中国证监会认定或核准的其他调整项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 证券自营业务：自营股票规模不得超过净资本的 100%；自营业务总规模不得超过净资本的 200%；持有一种非债券类证券的成本不得超过净资本的 30%；持有一种证券的市值与该类证券总市值的比例不得超过 5%；违反规定超比例自营的，在整改完成前应当将超比例部分按投资成本的 100% 计算风险准备；
- 证券承销业务：承销股票的应当按承担包销义务的承销金额的 10% 计算风险准备；承销公司债券的应当按承担包销义务的承销金额的 5% 计算风险准备；承销政府债券的，应当按承担包销义务的承销金额的 2% 计算风险准备；
- 资产管理业务、融资融券业务等也有相应的净资本比例要求。

一句话，资本金不够，市场有赚钱的机会都没法赚！

在净资本监管的压力下，证券公司要想快速发展，必须要尽快增加净资本。由股东投入是一种办法，而股东投入毕竟是有限的，想要持续便利地获得净资本的持续增加，登陆资本市场获得融资平台就迫在眉睫。

然而 2001 ~ 2002 年的熊市中，中国很多券商因挪用客户保证金和保底承诺式代客理财而导致亏损严重，很多券商直到 2004 年度依然处于亏损状态。但 A 股 IPO 的标准之一是公司连续三年盈利，不少券商在 2006 年想到去上市时，发现自己并不符合 IPO 的基本条件。

2008 年开始，为规范证券公司上市问题，扶持竞争力强的证券公司上市，证监会又先后发布了《关于证券公司首次公开发行股票并上市有关问题的通知》《证券公司首次公开发行股票并上市有关审慎性监管要求》等文件，要求“公司上一年度经纪业务、承销与保荐业务、资产管理业务等主要业务中，应当至少有两项业务收入水平位于行业中等水平以上或者至少有一项业务收入水平位于行业前 10 名，至少有一项业务净收入增长率近两年均位于行业中等水平以上。”“拟 IPO 上市的证券公司分类评价类别在 B 类以上（含 B 类）”等。

但是，2007 年股市达到高位后迅速下滑，又让一些证券公司陷入亏损而不符合上市条件，不得不等到再满足连续三年盈利的条件后才能再申请 IPO，过高的证券公司 IPO 门槛又挡住了很多券商的上市路。

证券公司保荐了许多商业银行和保险公司上市，让这些金融机构大大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

补充了资本金。回过头来发现，券商自己的发展已经受到了资本金的严重约束。

2010年融资融券业务开闸后，已经上市的券商凭借充实资本金的便利迅速扩张，券商们对资本金的渴望程度再次提高，掀起了又一次券商上市热潮。

2014年9月，证监会下发通知，鼓励证券公司多渠道补充注册资本，其中包括鼓励符合条件的证券公司IPO上市，取消了要有“较好的市场竞争力和良好的成长性”两项额外的上市审慎性要求，大大放宽了证券公司上市的标准。可以预见未来会有更多的证券公司登陆A股市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梦想与沉浮

第5章 2008年

熊市逼停新股发行

在2007年的超级大牛市之后，2008年的A股几乎是单边下行走势，A股出现了罕见的“A”型反转。上证指数从2006年9月底开始用了近12个半月从1700点涨到了6124点，又过了12个半月，从6124点跌破1700点。

在这样的熊市环境下，IPO新股上市后的表现却一如既往的良好。2008年仅发行新股77只，除了最终没能成功上市的立立电子外，首日收盘平均涨幅依然接近100%，且无一首日破发。然而随着大盘的持续下跌，新股上市后“跌跌不休”甚至破发的情形屡见不鲜。

2008年，A股首次出现了面值不是1元的股票。与H股接轨的紫金矿业创新式以面值0.1元/股发行股票。紫金矿业上市后出现与中国石油相似的走势，在上市首日创出历史最高价后半年时间腰斩发行价，套牢无数小散户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2008年6月跌破3000点关口后，舆论将股票下滑的罪魁指向新股发行“圈钱”，呼吁停发新股救市的声音不绝于耳。9月15日晚雷曼兄弟破产和美林银行被迫出售给美国银行的消息传来，美国金融危机持续恶化，上证指数于9月16日跌破了2000点大关。跌破2000点后，证监会响应“民意”，停止了新股发行。

然而停发新股并没有立刻扭转股市的颓势，甚至在9月19日“印花税改单边征收”“汇金公司二级市场增持工行、中行、建行股票”“国资委公开鼓励央企控股上市公司回购上市公司股份”的三大利好刺激下，上证指数也只是短暂冲高后再次陷入低迷，继续下滑了1个多月，直到10月28日1664.93点才止跌反弹。

2008年11月9日，国务院常务会议决定的以扩大内需、积极的财政、货币政策为核心的十条新举措公布，大盘在“4万亿”投资计划的刺激下，开始逐渐走强。上证指数重返2000点后，由于美国金融危机余波未消，市场情绪依然非常敏感。直到上证指数稳定在2500之上以后，证监会才宣告重新启动新股发行。

除了新股停发外，2008年起，媒体对IPO的关注度提高，媒体报道成为企业上市过程中必须要考虑的重要因素，仅次于证监会。而2008年两个典型的媒体影响IPO的案例是烟台氨纶和立立电子：烟台氨纶被媒体报道延迟上市计划，已经成功发行股票的立立电子在媒体报道下饮恨退出A股市场。

紫金矿业
面值0.1元

0.1元面值是创新还是陷阱

2008年A股发行了77只新股，在这77只新股中，有两只股票的发行市盈率超过了当时证监会窗口指导的30倍上限[㊀]，分别为1月25日发行的中煤能源和4月16日发行的紫金矿业。

这两只新股之所以能够突破30倍市盈率，是因为它们是当年仅有的

㊀ 关于30倍发行市盈率的限制，详见本书第3章“南岭民爆：2分钱的代价”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

两只H股回归A股上市的公司。正如前文中国石油案例中提到的，由于H股上市在前，A股的定价要参考H股的市价（而不是H股发行价）。如果A股发行价格显著低于H股市价，则会被认为损害了H股股东的利益，也会使同一只股票在两个市场之间出现过于明显的价差。

紫金矿业拟发行A股的股东大会决议中明确要求“本次A股发行价格不低于A股招股意向书正式刊登前20个交易日公司H股平均价的90%，亦不得低于A股招股意向书正式刊登前1个交易日H股收市价的90%”。在H股价格高于30倍市盈率的情况下，限制公司按照30倍市盈率发行显然是不合适的。

与H股接轨的不仅是发行价，紫金矿业的招股意向书刊登后，最令人关注的是其宣布发行A股的股票面值为0.1元。按照A股市场股票发行惯例，股票票面金额通常为1元。投资者在买卖股票的时候，更关注的是公司的股价、每股收益、每股净资产、市盈率等指标，几乎没有谁会去关注股票面值这个问题。紫金矿业的招股说明书对每股面值为0.1元做了重大事项提示后，立刻引起了舆论喧哗：**0.1元的面值是创新还是陷阱？**

有些A股的投资者喜欢对新鲜事物用阴谋论来解释，其实紫金矿业采用0.1元面值既不是为了创新，也不是给A股投资者设陷阱，唯一的原因就是2003年12月公司在香港发行H股的时候面值就是0.1元。当公司回归A股时，为了便于两地股票价格进行比较，方便投资者决策参考，紫金矿业决定将A股发行面值也定为0.1元。

根据《中华人民共和国公司法（2005年修订）》第一百二十八条的规定：“股票发行价格可以按票面金额，也可以超过票面金额，但不得低于票面金额”。因此，只要股票发行价格不低于票面金额均是合法的。此外，所有与A股发行相关的法律法规均未明确规定公司股票面值是多少，也就是说，公司是可以自主决定发行股票面值的。只是因为之前A股所有公司约定俗成按照1元的面值发行，突然出现了一家按照0.1元的面值发行的公司，引起了投资者的不适罢了。

其实，在紫金矿业IPO过会后不久，2008年1月15日，陆文山、秦芳华即在《中国证券报》发表文章《境内发行股份是否应坚持1元面值》，文章分析了与H股采用相同或不同面值发行的利弊，并最后指出按同一面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值发行更加有利："首先，该模式可以避免会计处理及股东大会程序上的问题，从而加快发行节奏；其次，可以此为契机，使我国在股票面值问题上迅速国际化。股份拆细，增加市场流动性是国际惯例。我国目前股价普遍升高，个别高价股已在百元左右，未来还可能出现更高的股票价格。企业以低于1元的面值发行，对股票进行拆细应当是为高价股企业提高股票流动性，从而进一步提高市场流动性，为中国市场国际化的选择，该选择也将为国际企业在内地市场发行创造条件。"

紫金矿业并不是设立时股票面值就是0.1元的。在改制成为股份有限公司时，公司股份面额还是1元；直到去香港发行H股的时候才拆细到0.1元，股本扩张了10倍。

在国际市场上，很多公司的股价过高时都会将股份拆细，比如当股价为100元时，可以1股拆为10股，面值为0.1元，股价变成了10元，从而提高股票的流动性。"股份"的意义其实只是将公司的出资均等地划分为若干份，以股票的形式由股东持有着。在总出资和每个股东出资既定的情况下，划分份数的多少其实并不影响每个股东持有的股份的比例。面值定为0.1元，只是股份被划分成了更多份而已，本身并没有什么太多的意义。而股份数量与公司股票市值的关系如下面的公式所示

公司股票总市值＝总股份数 × 股价
＝总股份数 × 市盈率 × 每股收益
＝总股份数 × 市盈率 ×（归属于母公司的净利润 / 总股份数）
＝归属于母公司的净利润 × 市盈率

从上面的公式来看，在既定的市盈率水平下，公司总市值与公司股票数量没有关系，与公司的盈利情况关系密切。因此，同样一个公司每股1元还是每股0.1元只是股份数量发生了变化，公司总市值并不会因此发生变化。

因此，正如诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒（Merton Miller）对拆股的看法："所有人都能理解这是一个笑话，因为不论比萨有多少块或者是什么形状，都不会影响它的尺寸。"

很多A股的投资者并不熟悉拆股的意义，因此认为"0.1元的面值会打乱A股的价格体系"，"明低实高，误导投资者做出错误的投资决定"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实际上判断股价的高低不能看绝对价格，而是应该比较股票的市盈率。如果只看绝对价格便宜就认为股票便宜，与认为“工商银行的股价比一斤猪肉便宜”的笑话是一个逻辑。

然而，股市讲的不仅仅是理论价值，还有心理价格和流动性。很多投资者认为，每股0.1元面值情况下，股东手里拿的股票更多了，股票的流动性更好了，股票交易更活跃，股价表现就会更好。这就是所谓“流动性溢价”理论。

以紫金矿业为例，紫金矿业发行价为7.13元/股，如果面值是1元，则按照同样的发行市盈率，发行价应该是71.3元/股，A股市场买入股票的最低交易量1手为100股，如果是面值1元，则按照发行价要买入紫金矿业最少需要7130元，而紫金矿业实际发行股票面值0.1元，按照发行价买入紫金矿业只需要713元，交易门槛显然大幅降低。

在美国股票市场上，很多好公司都利用拆股来增加流动性，例如微软（NASDAQ:MSFT）历史上就多次拆股，否则今天股价会高达上万美元。苹果公司（NASDAQ:AAPL）在其上市后，截至2014年年底也进行过四次拆股。当然，也有如股神巴菲特一样的另类，坚持自己的伯克希尔－哈撒韦公司（NYSE:BRK.A）不拆股，2014年8月14日，伯克希尔－哈撒韦的股价突破了20万美元。其实早在30多年前，投资者就开始争论巴菲特为何不拆股，因为这让很多投资者买不起他的股票。在1983年致股东信中，巴菲特表示：“如果我们要分拆股票或采取其他关注股价的行动，我们将吸引那些水平不及卖家的买家。”后来这句话被他自己一再引用。

在香港市场上，拆股也是很司空见惯的事情，例如腾讯公司就是在2014年5月15日进行了一次拆股，腾讯控股（HK:00700）的股价从500港元降低至100港元左右，投资买入的门槛也相应从5万港元大幅下降至1万港元，腾讯股票的流动性得以提升。

总体上来说，A股市场上股票的绝对价格普遍还不太高，很多投资者对高价股有着恐惧心理。由于A股市场上没有拆股制度，很多股票超过100元后就实行高送转将股票的绝对价格降下来。

如果紫金矿业的面值定为1元/股，在估值不变的情况下按照71.3元/股的价格发行，这个发行价就会成为A股当时发行价的最高纪录了，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

7.13元/股的发行价格则会显得很平常。

紫金矿业上市首日最高价涨到了22元，收盘价为13.92元，上市首日涨幅为95.23%。如果按照面值1元计算，最高价到了220元，收盘价为139.2元，这个价格在当年属于绝对价最高价了。紫金矿业在上市当天收盘后发布了风险提示公告，提醒投资者注意投资风险。当然，换个角度来说，如果不是按照0.1元的面值发行股票，上市首日股价涨幅可能不会这么大。

在H股上市的时候，紫金矿业给投资者们带来的回报是丰厚的，发行价3.3港元，在经过3次10转10和1次10转2.5后，原先的1股已经变成了10股，而2008年4月15日资金矿业A股发行时的H股价格为7.61港元，相当于股价已经涨到了76.1港元，4年半时间股价上涨了超过23倍。

但在A股上市的紫金矿业给投资者带来的是惨痛的经历：在上市首日创出22元的最高价后当日即下跌至13.92元收盘，然后又是连续三个跌停才稍稍稳住股价；上市后不到2个月的时间股价已经跌到7.37元，距离破发一步之遥。之后虽略有反弹，但8月5日即跌破发行价，破发后股价一泄如注；到9月10日跌破4元，10月28日竟然跌破了3元关口。上市后6个月股价只有发行价的41.65%，下跌幅度之大连中国石油都赶不上。

紫金矿业的股价快速下跌主要原因还是受大盘的拖累，股票上市时上证指数还有3600点，到半年后的10月28日只剩下1664点，大盘已经下跌了超过50%。在这种形势下，个股跟着泥沙俱下，投资者损失惨重。

A+H股定价权之争

在A股市场中，股票面值不是1元的并非只有紫金矿业1家，2012年上市的洛阳钼业为每股面值0.2元。当然，洛阳钼业也是H股回归A股的公司，0.2元的面值同样也是为了与H股比价方便。另外值得一提的是，这两家公司A股上市的保荐机构都是安信证券，保荐代表人徐荣健同时保荐了这两家面值不是1元的H股回归A股的“特殊”公司。

除了H股回归A股的紫金矿业和中煤能源外，2008年发行的另两家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

含H股的公司中国铁建和中国南车是采用A+H股同时发行同时上市模式的。**事实上，从2006年工商银行A+H股同时上市开始，证监会更加支持A+H股同时上市的模式**，欢迎已经发行了H股的公司再回归A股，但如果尚未上市的规模较大的公司先去H股发行则不受支持。

截至2014年年底，共有87家公司是在A股和H股两个市场都上市的。其中有62家先发行了H股，再发行A股；有17家先发行了A股，再发行H股；另外有8家公司在A股和H股同时上市，简称为A+H股上市模式。

虽然先发行H股再发行A股的公司占了多数，有62家，但这62家中有54家都是在2006年10月27日工商银行A+H股发行前就已经发行过H股，再回归A股的。而在工商银行发行后之后仅有8家公司[1]采取了H股先上市再回归的模式。

在工商银行A+H股同时发行模式出现之后，中信银行、中国中铁、中国铁建、中国南车、中国中冶、农业银行、新华保险7家公司发行也采取了A+H股同时发行模式。

而先发行A股再去发行H股的17家公司中，有12家也是在工商银行A+H股发行前就已经发行的，只有中国太保、中国北车、光大银行、金风科技、郑煤机5家是在2006年10月27日工商银行上市之后启动了发行[2]。

证监会“大力支持A+H股同时发行”这种政策导向出现的一个原因是所谓的“定价权之争”。

---

[1] 这8家公司包括：2006年的中煤能源、中国交建，2007年的山东墨龙、洛阳钼业，2009年的金隅股份，2010年的广汽集团、东江环保，浙江世宝。其中山东墨龙、东江环保、浙江世宝都是规模相对较小的公司；广汽集团在发行H股之前，在A股已经有两家上市公司。规模相对较大的公司只有中煤能源、中国交建、洛阳钼业和金隅股份4只，前三家均在工行A+H股同时发行之前就已经做出股东大会决议先去H股发行，而金隅股份则是因为当时A股停发IPO只能先去香港上市。

[2] 根据《国际金融报》的报道，中国太保原本也是计划“A+H”股同时发行的，但因为相关准备工作未全部做好，选择了先发行A股；根据《新世纪》的报道，光大银行也是原计划“A+H”股同时发行的，但因为2010年农业银行制订了“A+H”股的计划，在农业银行发行影响下，光大银行的H股发行存在一定难度，被迫选择先发行A股再择机发行H股；其他三家都是在A股发行过了若干年之后才去H股发行，在A股IPO的时候尚没有发行H股的计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资者对于一家新公司的估值总是可以有多种方法，但如果在一个活跃的市场已经进行交易的公司在另一个市场再发行新股，可以视为一次增发，其已经存在的市场价格被普遍认可为相对合理的估值水平，新发行股份的价格不应显著偏离既有市价。

先发行了H股再回归A股的公司，大多会在A股的招股意向书中明确规定“本次A股发行价格不低于A股招股意向书正式刊登**前20个交易日公司H股平均价**的90%，亦不得低于A股招股意向书正式刊登前1个交易日H股**收市价**的90%”（注意使用的是市价标准，而不是H股发行价标准），同样先发行A股再去发行H股的也会做类似的规定。

2006年以前，A股市场的规模很小，很多规模较大的公司直接登陆A股存在一定的困难，所以选择了先发行H股。

由于香港市场的估值相对较低，很多先发行H股的公司在发行H股的时候发行价格相对较低，而在融得资金借助资本市场平台公司快速发展后再回归A股时，股票价格可能已经上涨了很多；另外，即使公司本身可能增长有限，但公司也可以选择一个市场行情相对较好的时间点回归A股。

于是在H股公司回归A股时，往往发行价会较A股发行价高出很多。例如中国石油2000年发行H股时的发行价为1.28港元/股，2007年发行A股时发行价为16.7元/股（A股发行时的H股市价为18.78港元）；紫金矿业2003年H股发行价为3.3港元/股，2008年A股发行价为7.13元/股（A股发行时的H股市价为7.61港元）。A股的发行价对标的是H股市价，而不是几年以前的H股发行价。

但当内地与香港发行价相差很大的时候，舆论会指责之前H股发便宜了，低价让外国投资者占了便宜，或指责在H股价格高企的时候高价发行A股是让A股投资者买单当冤大头。实际上，这些指责完全不考虑经过了几年之后公司业绩变化、市场行情变化导致了估值的变化。

反过来，那些先发行A股后发行H股的公司也会存在同样的发行估值困扰。2007年年底中国太保先发行了A股，在招股意向书中公司宣布在A股发行完成后，公司将在监管部门批准的前提下发行H股，而“H股发行价格将不低于**本次A股发行价格**”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而天有不测风云，中国太保发行时点 2007 年 12 月 24 日还是上证指数处于高位的时候，公司股票上市后股价跌跌不休，上市 4 个月后跌破发行价，此后股价一直是下行路线，直到 2014 年年底最后几个交易日才回到了当初 2007 年 A 股的发行价之上。

在这种形势下，要想比照 A 股 2007 年的发行价格来发行 H 股显然是不现实的，于是 H 股发行工作不得不搁置下来。

直到 2009 年 8 月，公司股东大会通过了“以不低于本次董事会决议[㊀]公告日前公司 A 股 20 个交易日的交易均价发行”的议案，H 股发行才得以启动。2009 年 12 月 10 日，中国太保在香港开始招股，12 月 16 日最终确定的发行价是 28 港元 / 股。这时已经距离公司 A 股发行整整过去了两年，H 股发行价依然不得不低于 A 股发行价，但这已经是相当好的结果了。这个案例也从另一个角度印证了 A 股和 H 股不同步发行时，只能参考另一市场的市价，而参考发行价则可能在实践中遭遇操作困难。

为了解决不同市场先后发行带来的定价问题，证监会在 2006 年开始就推行 A+H 同时同价发行模式，同价发行也有助于让国际投资者一同参与 A 股的发行定价，有利于 A 股市场发行价定价走向理性。

至于发行之后的在二级市场上不同的市场产生了价差问题，那是不同市场投资者的偏好问题，不是监管部门考虑的公平性问题。

由于 A 股投资者与国际投资者对同一公司的价值判断和偏好还存在着显著差异，A+H 股的两地价差问题长期存在。

早在 2007 年 7 月 9 日，香港恒生指数服务公司就发布恒生 AH 股溢价指数，旨在追踪在内地和香港两地同时上市的股票的价格差异。该指数超过 100 点时，表示 A 股价格高于 H 股，A 股溢价；该指数低于 100 点时，表示 A 股价格低于 H 股，A 股折价。

自这一 AH 股溢价指数推出以后，可以看出 A 股与 H 股长期价差明显，且 A 股溢价的时间居多。不过，自 2010 年 6 月中旬开始，该指数一度跌下 100 点，同时低点迭出，这一 A 股折价形势一直保持到 2011 年 8 月才出现反弹。之后的几年里，该指数有升有降，2014 年 7 月 24 日创下该指数正式对外发布后的历史低位：88.72 点。此后，伴随着沪港通开通

㊀ 指中国太保第五届董事会第一次临时会议，该次会议上审议通过发行 H 股方案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的进程，AH股溢价指数开始显著回升。

恒生AH股溢价指数虽然从整体上反映A股对H股的溢（折）价比例情况，但因为该指数是以流通市值加权计算的，如果将指数进行拆分，会发现金融服务占指数的权重一度接近八成。因此，有人认为恒生AH股溢价指数主要反映的是金融股的折溢价情况。

2014年11月17日，沪港通正式开通。投资者也发现，虽然AH股的价差总体来说在一定程度上收窄，但也并没有抹平，有些股票的AH股价差甚至还有扩大。人们认识到，由于两地市场上投资者的构成不同、投资者偏好不同、股票投资的供求关系不同，两个不同市场的估值不可能完全一致。

烟台氨纶
扯不清的历史遗留问题

复杂的内部职工股问题

2008年6月25日，烟台氨纶股份有限公司（“烟台氨纶”）在深交所中小企业板成功挂牌上市，上市钟敲响后，公司董事长和8000多名持有烟台氨纶内部职工股的股东们悬着的心终于放下来了。

烟台氨纶的上市之路非常波折，但主要障碍并非公司实际经营有问题，而是在于它复杂的历史出身。

这家筹建于1986年，施工建设开始于1987年，到1990年才成立的企业，原名烟台氨纶厂，早在1993年3月就进行了股份制改造，以定向募集方式设立了股份有限公司。

根据《公司法》的规定，股份有限公司的设立，可以采取发起设立或者募集设立的方式[㊀]。采用募集设立的方式可以在发起人投入规模较小的情况下直接募集资金，有助于迅速扩张公司资本规模。但以募集方式设立

㊀ 发起设立，是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。募集设立，是指由发起人认购公司应发行股份的一部分，其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股份有限公司存在一定的风险，如果公司出现不能募足注册资本的情形，可能导致公司不能成立。

此外，实践中发现，一些公司设立时在对公众募集资金的过程中出现过一些不规范行为，很容易造成隐患。因此以募集方式设立股份有限公司的案例并不多，进入21世纪之后，几乎所有的股份有限公司设立都采取了更简便的发起设立方式。

而烟台氨纶，就是这么一家“另类”的采用定向募集方式设立的公司。

烟台氨纶的招股说明书披露：“1993年3月17日，经烟台市体改委烟体改［1993］43号文《关于同意组建烟台氨纶股份有限公司的批复》批准，原烟台氨纶厂以定向募集方式进行股份制改造组建本公司……原烟台氨纶厂委托中国人民建设银行山东信托投资公司烟台办事处以1.6元/股的价格向社会企事业法人及内部职工定向募集4500万股。**定向募集时，由于没有社会企事业法人认购股份，定向募集的4500万股股份全部由包括内部职工在内的自然人认购。**”

烟台氨纶1993年的这次改制，是为了在山东产权交易系统上柜交易。

这种地区性的柜台交易市场也是我国资本市场发展历程中一个阶段性的特殊产物。早在20世纪80年代，由于改革开放政策实施后，企业进行股份制改造，客观上产生了股票交易的需求，地区性股票柜台市场应运而生。1986年沈阳率先开设了股票柜台市场；同年9月，中国工商银行上海信托投资公司静安证券部开设了股票柜台交易市场。1988年，深圳也开始办理本地的股票公开柜台交易，武汉及四川乐山市成立了产权交易所。

在1990年12月上海证券交易所和深圳证券交易所正式开业前，地方性的柜台交易是股票交易的主要方式。然而，由于柜台交易制度设计的缺陷，导致私下交易泛滥，市场上出现了大量违法违规及恶性投机的问题。

后来，在沪深柜台交易市场转为证券交易所市场之后，由于内部职工股转让市场没有补充建立，内部职工股的地下交易泛滥，潜在的危机随时可能一触即发。针对这种情况，1993年4月，国务院办公厅转发了国家体改委等部门《关于立即制止发行内部职工股不规范做法意见的紧急通知》，各监管部门也制定了相关文件，对内部职工股发行及交易市场进行清理整顿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于1993年相关法律法规尚不健全，连《公司法》都还没有出台，烟台氨纶的定向募集设立并不完全规范，在国务院紧急要求清理整顿内部职工股的不规范发行与交易的情况下，刚刚发行完毕内部职工股的烟台氨纶的上柜交易计划只能暂停。

1994年中国第一部《公司法》正式实施，1997年国务院发出《关于原有有限责任公司和股份有限公司依照〈中华人民共和国公司法〉进行规范的通知》（国发［1995］17号），烟台氨纶进行了自查并申请确认和重新登记。1997年3月，山东省经济体制改革委员会以鲁体改函字［1997］22号《关于同意确认烟台氨纶股份有限公司的函》对公司予以重新确认，同时山东省政府向公司颁发了鲁政股字［1997］17号《山东省股份有限公司批准证书》。1997年4月，公司在山东省工商局办理了重新登记注册手续。

由于烟台氨纶存在内部职工股超比例发行问题，证监会对该等公司的上市申请一直不予受理，A股市场大门一直对烟台氨纶关闭着。2003年12月，证监会发行监管部出台了《股票发行审核标准备忘录第11号——关于定向募集公司申请公开发行股票有关问题的审核要求》，明确了“1992年5月15日至1993年4月3日批准设立的、超比例发行内部职工股的定向募集公司，以及1993年4月3日至1993年7月1日擅自批准设立的有内部职工持股的定向募集公司，审核人员应审核省级人民政府出具的文件，该文件应说明内部职工股的发行和规范过程及公司在内部职工股发行中存在的问题，并承担相应责任。其内部职工股可依据我会《关于股票发行工作若干规定的通知》第六项的规定，从新股发行之日起满三年后上市流通”。也就是说，只要省级人民政府愿意承担相应责任，之前超比例发行内部职工股的公司也可以上市了。

2004年4月26日，烟台氨纶取得了山东省政府的相关批文㊀，终于可以去证监会申请上市了。5月18日，烟台氨纶召开年度股东大会通过了有关上市的议案。然而不幸的是，2004年8月新股发行就暂停了，2005年短暂恢复发行后再次暂停，之前做出的相关股东大会决议有效期已经过了。2006年新股恢复发行后，6月30日烟台氨纶又一次召开股东大会，

㊀《关于报送烟台氨纶股份有限公司内部职工股发行及股票托管等有关情况的函》（鲁政字［2004］316号）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再次通过了IPO上市的议案。

在烟台氨纶准备上市计划的同时，烟台氨纶的管理层们也在筹划着另一件事：在上市前入股烟台氨纶的控股股东——烟台氨纶集团有限公司（“氨纶集团”）[一]。2006年12月，烟台市政府办公室“原则同意烟台氨纶集团有限公司以**存量转让部分产权的方式实施投资主体多元化改制方案**，改制后企业国有股占注册资本的51%，拟转让的国有资产占注册资本的49%；**拟转让的国有产权通过产权交易市场广泛征集受让方，实行竞价转让；氨纶集团内部职工可自愿组成一个受让方到产权交易市场参与竞买**”[二]。

2007年1月22日，氨纶集团49%的股权在烟台联合产权交易中心挂牌转让，期限为20个工作日。在挂牌转让期间，只有烟台市裕泰投资有限公司（“裕泰投资”）一家公司提交了《购买产权申请书》。而裕泰投资正是由氨纶集团及烟台氨纶的高管实际控制的公司[三]。

在管理层入股氨纶集团后，烟台氨纶于2007年4月初向中国证监会申报了IPO申请材料。

在2007年大牛市的背景下IPO审核速度很快，2007年7月16日烟台氨纶的发行申请即获得发审委通过。而在证监会审核期间，2007年6月14日氨纶集团赶在招股说明书预披露之前也完成了股权变更登记。公司即将IPO，管理层也拿到了控股股东49%的股权，一切看上去都是那么的顺利。

然而，天有不测风云，正是上市前这次氨纶集团的股权转让，让烟台氨纶的上市路再次放缓。

㊀ 2006年12月4日，烟台市人民政府办公室以烟政办函［2006］44号文《关于划转烟台氨纶股份有限公司国有股权有关问题的复函》批准，同意将烟台市国资委授权氨纶集团持有的国家股划转给氨纶集团，股权性质相应变更为国有法人股。

㊁《关于同意烟台氨纶集团有限公司实施投资多元化改制的复函》(烟政办［2006］48号)。

㊂ 孙茂健等38名自然人设立的烟台裕丰投资有限公司和于李强等46名自然人设立的烟台裕和投资有限公司共同投资设立的公司。在总计84名最终自然人股东中，孙茂健为时任氨纶集团董事长、总经理、烟台氨纶董事；汤光武时任烟台氨纶董事长；朱敏英时任烟台氨纶董事、总经理；宋西全、王思源时任烟台氨纶董事；于李强、钱吉明、周国永时任烟台氨纶副总经理；马千里时任烟台氨纶总工程师。氨纶集团及股份公司高管共计9人，分别持有裕丰公司、裕和公司46%和32.67%的股权。可以说裕泰公司是公司管理层实际控制的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

媒体扯出的历史问题风波

2007年7月18日《上海证券报》登出了一篇《烟台氨纶未上市，公司高管红包已落袋》的重磅文章，报道了烟台氨纶公司高管在上市前突击入股的事情。文章质疑"烟台国资委何以要将如此巨量股权廉价的拱手相让给裕泰投资"，同时点出了"氨纶集团所持烟台氨纶的股权比例只有51.87%，其余部分为包括内部职工在内的9253名自然人所持有。这些内部职工股中到底有多少为高管个人持有，外人很难清楚"。

《上海证券报》是证监会指定的信息披露媒体，与《中国证券报》《证券时报》《证券日报》并称为证券行业"四大报"，在证券领域报道的权威性毋庸置疑。

《上海证券报》的质疑性报道见报后，证监会按照程序，要求烟台氨纶说明情况，并要求保荐机构光大证券和发行人律师北京康达律师事务所核查并出具意见。

眼看着同一天过会的报喜鸟和常铝股份分别在7月底8月初拿到了发行批文，烟台氨纶却不得不继续上市前的补充核查工作。

为了解决《上海证券报》所质疑的股权转让和持股问题的核查，2007年8月1日，山东省政府出具文件[⊖]认为，"烟台氨纶集团有限公司改制符合国家有关法律法规和政策规定，没出现委托持股或信托持股的情形，未发现存在潜在问题及风险隐患。如因此次氨纶集团改制出现问题，将责成烟台市政府负责解决。"

然而，山东省政府的文件并没能解决问题，8月13日，《上海证券报》继续刊登了一篇《烟台氨纶涉嫌"实际控制人"披露不实》的报道，质疑烟台氨纶"**实际控制人已经易主、国有资产流失和违规转让**"，指出"氨纶集团改制后，公司章程依然规定公司不设股东会只设董事会，而董事会成员未重新改选还是孙茂健、王思源与朱敏英三人，但改制后这三位董事同时是氨纶集团的间接股东并不再代表国资，孙茂健等三人已经实际控制了氨纶集团；烟台市国资委在既没有董事会话语权，又没有股东会可以参加的状况下，控制权只可能是一句空话"。

⊖ 鲁政字［2007］124号《山东省人民政府关于报送烟台氨纶集团有限公司改制情况的函》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"在其评估基准日至工商登记变更日期间，氨纶集团一直持有烟台万华808万股股权。今年4月30日，这部分股改满一年的股权获准流通。在6月8日此次股权转让合同签订时，49%的氨纶集团股权所含的烟台万华股权价值已达1.90亿元，几乎与此次股权转让价格相当。也就是说，此次股权转让中另外所含的核心资产烟台氨纶，以及其他几个公司的股权则可说近于白送。"

"由于烟台氨纶曾发行内部职工股，在山东一级半市场上，烟台氨纶的股价一度高达20元。烟台市国资委一位官员估计，烟台氨纶上市首日估价应在30元左右，以此估算，此次股权转让所含的烟台氨纶股权高达7.13亿元。而如果参照华峰氨纶6月8日之前20个交易日的平均价格45.08元，这部分股权价值更是高达10.71亿元。"

就《上海证券报》新的这篇报道所质疑的问题，保荐机构和律师又做出了一轮核查㊀。

保荐人核查意见写了19页，对84名自然人股东的资金来源、裕泰公司购买股权的资金来源、实际控制人是否变更、评估基准日至工商变更日之间的利润归属、烟台万华的股票安排、氨纶集团改制对生产经营的影响、是否存在烟台国资委曾高价出让国有股权情形、氨纶集团改制是否进行了经济责任审计等8个问题进行了详细核查和说明。

如此一番核查工作到2007年12月才结束，烟台氨纶的上市在2007年度已经来不及完成了。幸运的是，核查下来，公司并不存在影响IPO上市的严重障碍问题。

2008年2月底，烟台氨纶抓紧时间补充更新了2007年度财务资料，经证监会审核后完成封卷程序，排队等待发行时机，最终在2008年6月完成发行上市工作。可以说，《上海证券报》的两篇监督质疑报道是烟台

㊀ 根据核查情况，氨纶集团的董事改选早在2007年6月就已经完成，但是没能及时办理工商备案登记，于是抓紧时间办完了工商备案；而就国资转让价格问题，烟台市国资委经反复讨论商议，于2007年11月7日向烟台氨纶集团有限公司正式出具了《关于确认烟台氨纶集团有限公司改制评估基准日到工商变更登记日期间，因企业盈利增加的净资产为国有资产收益的函》(烟国资函［2007］45号)，函中提到："根据《关于进一步规范国有企业改制工作的实施意见》(国办发［2005］60号）规定，你公司自改制评估基准日到工商变更登记日期间因企业盈利增加的净资产界定为国有资产收益。经研究，确定由你公司按规定根据中介机构审计结果予以上缴，具体缴款数额和时间另行通知。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

氨纶2007年上市计划推迟的直接原因。

上市后再遭致命质疑

上市之后的烟台氨纶，尽管因行业周期问题，业绩出现了较大程度下滑，但公司股价表现还算不错，到2009年6月初股价还保持在30元以上，较发行价18.59元涨幅超过60%。

然而，故事并没有就此结束。在公司即将上市满1年、1993年发行的内部职工股即将上市流通时，《上海证券报》又登出重磅文章，险些置烟台氨纶于死地。

2009年6月11日，《上海证券报》刊载了题为《烟台氨纶涉嫌伪造出生证欺诈上市》的文章，这篇文章的核心观点为"烟台氨纶在申报上市过程中，将相关重要事实的实际发生时间作了调整：由1994年1月31日获批定向募集，虚构成1993年3月17日获批；将定向募集《招股说明书》刊登时间由1994年2月23日虚构成1993年3月22日；将公司创立时间由1994年9月28日虚构成1993年5月18日"，烟台氨纶涉嫌欺诈上市。

为了佐证文章观点，随文还附了几张图，图片内容为山东省体改委《关于同意设立烟台氨纶股份有限公司的批复》(鲁体改生字［1994］第26号文)、烟台市体改委《关于转报〈关于烟台氨纶厂定向募集股份制改造的申请报告〉的决定》(烟体改［1993］105号)、《烟台日报》刊登的《烟台氨纶股份有限公司招股说明书》(1994年2月23日《烟台日报》第4版)。调查记者还声称"按烟台氨纶IPO《招股说明书》所述，其定向募集的《招股说明书》刊登于1993年3月22日《烟台日报》。然而，记者查看当期的《烟台日报》，并没有发现所说的相关内容，亦没有一篇与烟台氨纶相关的报道。为了还原事实真相，记者又将1993年所有的《烟台日报》翻了个遍，依然没有发现烟台氨纶的定向募集《招股说明书》"。

1993年还是1994年，这不仅仅涉及上市文件的虚假陈述，更为关键的差异在于：1993年4月3日，国务院办公厅发布了《关于立即制止发行内部职工股不规范做法的意见》，针对"内部股公众化，法人股个人化"进行了明确规定：**"不得以法人（含社团法人）名义购买法人股后分发给个**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人”，并且强调“**对违反本通知和国家有关规定的定向募集股份有限公司，要进行严肃查处，今后一律不得转为社会募集股份有限公司**”。如果公司是1993年3月设立的，则历史上的设立瑕疵并不受国务院这份文件的限制；如果公司是在1993年4月之后设立的，那么公司成立就是明显违规，不符合上市条件。

事关重大，烟台氨纶不得不于2009年6月11日紧急停牌。停牌之后《上海证券报》再发一篇《蹊跷交易和异常分红　烟台氨纶玩转私利》，并配了一篇评论性文章《中介机构职业操守底线不能丧失》，尖锐地指出“烟台氨纶定向募集《招股说明书》是否刊登在1993年3月22日的《烟台日报》上；股份公司创立到底是何时在工商局注册的；4000万股为何莫名其妙地变脸为4500万股；缘何只有烟台市体改委出具的文件而缺少山东省体改委的批复等，其查验和复核是一个简单得不能再简单了的事情，即便是烟台氨纶自己不能合法的提供，在当下资讯发达的年代，去一趟烟台市图书馆、工商局或者《烟台日报》社，就可以查明真相。然而，非常遗憾的是，相关中介机构却没有这样做。或许，相关中介机构压根就没有打算这样做”。“中介机构在其履行职务过程中，如果突破了职业操守和道德良知的双重底线，这无疑放纵了烟台氨纶欺诈行为的胆量，放大了对资本市场健康发展的伤害，更亵渎了投资者的信任”。

从《上海证券报》报道的内容来看，烟台氨纶“出生”时间造假可谓人证物证俱在，铁证如山，几乎难以辩驳。全市场都在等待烟台氨纶的澄清公告。

然而烟台氨纶的澄清公告迟迟出不来，直到4周后的2009年7月8日晚，烟台氨纶才公告了《关于媒体报道核实情况的公告》，这份公告的内容可谓是“难以置信的神奇的翻案”。根据这份公告，“媒体对政府有关文件和《烟台日报》相关信息披露、宣传的报道是属实的；核实结果同时表明，公司确于1993年经烟体改［1993］43号文批准设立”。意思是：政府相关文件存在，《烟台日报》的报道和披露都对，但公司成立时间也没错。

烟台氨纶是如此解释有关矛盾的：“公司设立后，曾于1993年底拟到原山东产权交易系统上柜交易。鉴于原烟台氨纶厂属国家大型二档企业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为实现上柜交易，公司在没有说明已设立的情况下，又按上柜交易的申报要求，重新就设立股份有限公司向原省体改委进行了申报，原山东省体改委以鲁体改生字［1994］第26号文对公司的申请进行了批复。1993年3月22日，公司筹委会在《烟台日报》刊登《招股说明书》。由于当日报纸已经印出，为尽快宣传，经公司请求，报社对原有版面进行调整，加印了1000多份在烟台市区内发行，未进入正常发行渠道。为配合上柜交易，1994年公司曾在《烟台日报》做过相关信息披露和宣传。公司在上市申报过程中对相关事项的重要性认识不足，认为1994年申请在产权交易所上柜事宜无果而终应当与上市没有关系，所以，未向各中介机构提供为申请上柜交易所办理的相关文件，也未在《招股说明书》中披露。"

也就是说，公司在申请上柜的时候重新进行了一遍设立股份公司的程序，但在此之前，公司其实已经完成了股份公司的设立。招股说明书中披露的股份公司于1993年3月定向募集设立的情况属实。

在公司的这次澄清之后，《上海证券报》于2009年7月9日刊发《烟台氨纶承认本报调查属实称将引以为戒》，算是了结了之前的报道，不再继续追问了。而烟台氨纶上市前发行的内部职工股也在2009年7月27日上市流通。

烟台氨纶到底是"出生"于1993年还是1994年，尽管烟台氨纶的解释有些勉强，但毕竟有了一个结果，各方也都不再追究了，监管部门也没有介入此事，公司股票继续挂牌交易。如果2009年《上海证券报》报道烟台氨纶的那两篇报道放在2007年刚过会的时候，或许烟台氨纶上市之路就彻底终结了。

换个角度看，如果在公司已经上市之后因为十几年前的历史遗留问题，而不是因为公司存在财务造假让公司退市，不仅公司之前的内部职工股股东们利益受损了，公司现有的二级市场投资者们也会损失，更重要的是一个提供近千人就业、产值数十亿、对地方经济发展贡献巨大的一个优质企业可能就会一蹶不振。是否真得值得为了十几年前的历史不规范行为让这么多人一起付出这么大的代价？

此次风波过后，烟台氨纶复牌当日股价上涨5.26%，次日再涨7.52%，显示了投资者对此风波处理结果的态度——相对于过往的历史，投资者更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关注公司的未来！2009 ~ 2010 年，烟台氨纶分别实现净利润 1.09 亿元、2.56 亿元。算是没有辜负投资者的信任。

立立电子
无冕之王碾碎上市梦想

明星基金经理辞职引发的风波

曾经出任易方达基金副总裁兼投资总监的江作良，怎么也不会想到自己的一份辞职报告会在 A 股市场上引起轩然大波，并引致一家公司的上市计划在临门一脚被宣布暂停，成为 A 股市场的标志性事件。这家公司的 IPO 也因此成为 2008 年不得不说的故事。

2008 年一共有 77 家公司发行新股，但这 77 家公司中，却有一家在发行后没能成功上市，这家公司就是宁波立立电子股份有限公司（“立立电子”）。

立立电子于 2008 年 6 月 18 日刊登招股意向书启动发行工作，6 月 26 日完成发行，成功募集了 5.67 亿元。按照发行程序，7 月 6 日晚间公司本应发布《上市公告书》，宣告 7 月 8 日上市。但令人意外的是，公司公告的却是一份核查公告，上市进程意外被打断。

原来，在立立电子公告招股意向书之后，6 月 24 ~ 27 日，《每日经济新闻》连续发布 4 篇文章，对立立电子上市事宜提出质疑，并引发其他媒体跟风报道，新浪网、腾讯网、网易等主流门户网站均做成专题页面；加之在立立电子公告招股意向书之前，2008 年 6 月 11 日上证指数刚刚跌破 3000 点心理关口且持续下跌，二级市场的中小投资者们郁闷或愤怒的情绪正需要一个宣泄口。媒体和投资者的指责形成了强大的舆论压力，证监会要求保荐机构和律师对媒体报道的相关事项进行核查，上市事宜暂停。

从媒体报道的时间顺序来看，立立电子的停止上市，可以说是一场“蝴蝶效应”的产物。

事情的缘起，是江作良的辞职。2008 年 6 月 20 日，易方达基金发布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公告宣布其副总经理江作良辞职。

易方达基金成立于2001年，在2008年之前早已成为中国基金业的一线公司，据《中国证券报》报道，江作良辞职前，易方达基金公司托管市值已达2000亿元。而江作良则是易方达基金的创始人之一，是易方达基金的"教父级"人物，除了其作为基金经理和作为投资总监的本职工作外，江作良还曾在2004年出任证监会第七届发审委委员，成为基金业的代表人物，堪称基金业"大佬"。

大佬的辞职必然会引发关注，新浪财经6月20日当晚即以《易方达基金副总江作良辞职　基金高管大挪移》为题报道此事，这篇报道提到了江作良辞职的原因："江作良在2000年，易方达基金公司尚未成立之际，即以个人身份，作为发起人参与一家未上市公司的股权投资，该公司已于今年经中国证监会发审委审核通过，将于近期公开发行上市。经向有关法律人士咨询，该投资行为与国内法律法规没有冲突。尽管如此，为了回避该公司上市后可能存在的利益冲突，同时为了消除公众疑虑，江作良本人经慎重考虑，决定辞去易方达基金公司副总裁和投资总监职务。"

正是这段话引起了媒体的好奇，江作良入股的哪家公司即将上市？这家公司有何魅力让江作良为了这家公司上市而甘愿离开一手缔造的易方达基金？由于当年已经过会即将发行的公司剩下的并不太多，媒体很快就发现了江作良入股立立电子的事情。

2008年6月24日，《每日经济新闻》和《第一财经日报》均刊文披露了江作良及其妻子李莉入股立立电子的事情。相比较而言，《第一财经日报》的报道《立立电子IPO在即　江作良妻子持股6.24%》，标题和内容均中规中矩，陈述了江作良及其妻子入股立立电子的来龙去脉；而《每日经济新闻》的报道《江作良、王敏文、马骏暴赚数亿揭秘》则火药味十足。

起初立立电子及其保荐机构并没有对这两篇报道给予太多关注，因为从报道内容看，并没有什么特别需要澄清的地方。刚刚完成紧张的询价和定价工作的立立电子仍在全力准备着6月25日的网上路演工作。

但6月25日《每日经济新闻》头版刊发了一篇重量级的报道——《立立电子上市　李立本、王敏文、江作良的资本腾挪术》，在这篇报道中，《每日经济新闻》提出一连串新的质疑，焦点不再是江作良等人入股立立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

电子后暴赚，而是立立电子原本是属于一家上市公司的优质资产，但却转让给自然人持股并要“二次上市”。报道还指出：

- 立立电子所从事的是半导体行业，与原上市公司的主营业务完全相同；
- 立立电子的现任高管和技术骨干，基本都是来自原上市公司；
- 立立电子的发展如旭日东升，让江作良等参股者的投入增值16倍，原上市公司却是江河日下，股价从48元跌至4元，普通股民损失惨重。

结论就是：立立电子涉嫌掏空了一家上市公司，自己谋求二次上市，原上市公司即是浙大海纳（报道发表时为S*ST海纳）。这篇报道堪称重磅炸弹，直接将立立电子推向舆论的焦点。

不过，即将在6月26日进行网上发行的立立电子还是没有引起重视。在公司和保荐机构看来，这篇报道所指出的事实部分都在立立电子的招股意向书中详细披露过了，而证监会在审核过程中对这些事项也重点关注并审核过关了。

6月26日发行当天，《每日经济新闻》头版头条刊发《立立电子今日申购　同一资产“二次上市”》，直指“立立电子上市的资产中，其核心部分和主要的盈利部分均是来自浙大海纳，而且就是1999年浙大海纳IPO时的募集资金投向的项目”。

6月27日，《每日经济新闻》发表《立立电子：基金大佬江作良8年前布下的自营盘》，认为立立电子从浙大海纳出来独立发展上市是江作良精心策划的造富运动。

就这样，2008年全新改版的《每日经济新闻》，用连续4篇带着四川火锅麻辣味的劲爆文章震撼了整个市场，也直接震停了立立电子的上市计划。

于是在2008年7月7日，原定于第二天挂牌上市的立立电子发布公告称，公司接保荐人中信建投证券通知，证券监管部门已要求保荐人等中介机构对媒体报道该公司的有关问题进行核查。

除了要求保荐机构和发行人律师对立立电子相关媒体事项做补充核查外，根据《经济观察报》的报道，证监会也安排了浙江证监局和证监会官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

员一同进行了现场检查，结果是并未发现有重大违法违规之处。但随后即有舆论声音表示不满意，称这是“证监会自己查自己”，调查结果无多大客观公正性。

于是2008年10月7日，证监会又与国资委、监察部、审计署、工商总局共五个部委组成联合调查组，同时浙江省政府也派员参与，奔赴立立电子调查。

是谁掏空了浙大海纳

事后仔细结合立立电子的招股意向书和浙大海纳的相关公告，分析《每日经济新闻》4篇文章的指控可以发现，相关指控并不成立。

立立电子的创立与发展确实与浙大海纳有关，主要有以下几点：

（1）立立电子的前身是由浙大海纳当年控股的宁波海纳与其他投资人共同设立的，宁波海纳是立立电子第一大股东，持股比例30%，2000年设立当年年底即降到23.04%；

（2）立立电子的主要子公司立立半导体（原来的宁波海纳）[㊀]和立昂电子均曾是浙大海纳投资的公司；

（3）立立电子的董事、总经理李立本同时兼任浙大海纳的董事、总裁，其他部分高管也曾在浙大海纳任职。

某种程度上，可以说立立电子是脱胎于浙大海纳的。

但是立立电子并非掏空浙大海纳的元凶：

首先，立立电子成立于2000年，但查看浙大海纳2000年报和2001年报，立立电子未曾纳入过浙大海纳的合并报表。也就是说，立立电子甚至都不在浙大海纳的主体经营资产范围内；

其次，2002年立立电子从浙大海纳取得立昂电子、宁波海纳这两家公司时，立昂电子还未正常开展业务，且收购后连续三年亏损，三年亏损累计-2750万元；而宁波海纳2002年度实现净利润尚不足300万元，且经

㊀ 根据立立电子的招股说明书历史沿革部分披露：“公司成立后与发起人宁波海纳之间存在材料采购关联关系，为消除关联交易，2002年3月公司回购并注销了宁波海纳所持公司全部股份；2002 ~ 2004年，公司先后收购宁波海纳90%的股权，并于2004年6月将其更名为立立半导体，现为公司主要子公司之一。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营情况趋向恶化且未有好转迹象。也就是说，立立电子从浙大海纳取得这两家子公司并未占到什么便宜。

实际上，2000年下半年至2003年下半年，半导体行业出现了一次全球性大衰退。当时作为浙大海纳子公司之一的宁波海纳抛光片业务刚起步，其技术工艺尚不过关，管理急需提高，导致抛光片产成品率较低、产品质量不稳定、市场开拓不力，经营状况面临极为困难的境地。在此背景下，浙大海纳做出了退出部分效益不佳的半导体产业的战略决策，将相关企业股权转让给管理层和职工，只保留了盈利状况较好的杭州海纳所从事的硅研磨片业务。

因此，将相关资产和业务出售给立立电子，看上去更像是浙大海纳甩掉一个包袱，而不是割让了一块优质资产。

浙大海纳将半导体产业转出去，根据立立电子《招股意向书》中的披露，其更大的一个背景是：自20世纪90年代中期起，国内众多高校下属企业纷纷改制上市进入资本市场，但到了2000年前后，不少高校控股的上市公司出现经营困难，教育界也一度出现了主张上市公司不得以高校冠名、高校应退出盈利性产业的观点。

浙江大学当时的管理层也主张高校办企业弊端多，企业应当与大学相脱离。浙大海纳当时三大主导产业之一的半导体产业自2000年下半年开始出现了全球性大衰退，浙大海纳经营业绩相应也出现大幅度下降[⊖]。因此，由当时的控股股东浙大企业集团主导，浙大海纳开始了产业重组和转让上市公司控股权的运作。

除了将半导体业务剥离外，2001年7月，浙大海纳还将所持有浙江浙大海纳快威科技股份有限公司98.33%的股权转让给浙江天然科技股份有限公司。此次股权转让完成后，浙大海纳退出了最初上市时主要的业务之一——“计算机应用软件开发和系统集成”。2003年1月，浙大海纳又将所持有浙江浙大海纳软件有限公司（该公司于2003年1月30日更名为浙江浙大中控信息技术有限公司）98.33%的股权转让给章全等5位自然人；该次股权转让完成后，浙大海纳退出了最初上市时主要的业务之一——“自动化控制系统的开发、生产和应用”。

⊖ 浙大海纳2001年、2002年净利润分别较上年大幅下滑36%和35%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上述产业重组完成后，浙大海纳最初上市时的三大主要业务中的两块，即计算机应用软件开发和系统集成业务及自动化控制系统的开发、生产和应用业务被浙大海纳完全放弃；对于第三块主要业务，即半导体硅材料业务，浙大海纳也只保留了其中经营效益较好的资产——杭州海纳半导体有限公司（该公司主营业务为硅研磨片），而将当时经营状况不佳的宁波海纳以及尚未正常经营的立昂电子等公司的股权先后转让出去——给了立立电子。

浙大海纳真正被掏空，罪魁祸首不是立立电子，而是浙大海纳新的实际控制人——邱忠保。前述产业重组均发生上在浙大企业集团将浙大海纳控股权转让给邱忠保之前。

2003 年 2 月 14 日，浙大海纳的第一大股东浙大企业集团将其所持浙大海纳 5620 万股国有法人股中的 4720 万股分别转让给珠海经济特区溶信投资有限公司（“珠海溶信”）和海南皇冠假日滨海温泉酒店有限公司（“海南皇冠”）。珠海溶信和海南皇冠的实际控制人均为邱忠保。2004 年 2 月 5 日，国务院国资委出具《关于批复浙江浙大海纳科技股份有限公司国有股转让有关问题的函》（国资产权［2004］60 号）批准上述转让，2004 年 3 月 10 日完成过户手续。

公众并不知道浙江大学为何选择邱忠保接手浙大海纳，邱忠保入主浙大海纳后，不仅没有任何资产置入或重整业务做强上市公司的举动，反而迅速掏空上市公司。根据浙江海纳[一] 2004 年度报告披露，关联方违规占用资金达 2.3 亿元，违规对外担保 2.9 亿元。

邱忠保在获得浙大海纳实际控制权之后，利用其控制地位，违法违规挪用浙大海纳资金并让浙大海纳为其控制的其他关联企业借款及欠款提供连带责任保证担保，使浙大海纳资产质量严重下降，负债金额急剧增加，陷入资不抵债、濒临破产的境地。

综合起来看：**2001 年前后，浙大海纳经营业绩每况愈下，原本就是三块业务拼盘上市的浙大海纳，将盈利状况差的部分半导体业务甩出公司，剥给立立电子也是情理之中的事情；没想到当年抛弃的业务，在立立电子新老股东多次增资、核心技术人员持续技术开发、全体员工努力等多**

㊀ 邱忠保入主浙大海纳后，因浙江大学不再持股，浙大海纳更名为浙江海纳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种因素共同作用下转为盈利了；浙大海纳自己却被新入主的大股东彻底掏空，沦落到要破产的境地。

将浙大海纳的沦落归咎于立立电子，实在是对立立电子的不公平。

不过在舆论的压力下，五部委联合调查后，立立电子 IPO 终究还是又上了一次发审会。根据《上海证券报》的报道，立立电子 2009 年 4 月 3 日二次上会被发审会否决的当天，证监会也给出了最终的调查结论：没有发现立立电子掏空浙江海纳的情况。但同时证监会也解释了为何否决了立立电子的二次上会申请："立立电子与浙江海纳在 2002 年进行的股权交易没有按有关要求履行内部决策程序，导致立立电子相关资产的形成存在瑕疵，而这个瑕疵可能导致重大权属的不确定性。在发行审核过程中，证监会重点关注立立电子与浙江海纳的交易情况，并要求立立电子详尽披露。但从披露情况看，立立电子招股说明书上的部分内容未做到按要求公开披露，包括立立电子与浙江海纳之间的全部借款情况；立立电子与浙江海纳之间的部分设备交易情况；以及立立电子在收购相关股权时，做了一些股权代持的安排。"

应该说，因为在报告期[⊖]之外的 6 年前的一笔交易就否决了一个公司的上市申请，否决的理由并不是非常充分。然而在当时的舆论环境压力下，立立电子被否几乎是一个必然的结果。

《每日经济新闻》作为"无冕之王"一战成名，除了立立电子这一案例之外，胜景山河、新大地、天能科技等几家公司上市未果，《每日经济新闻》的报道也都发挥了重要作用。当然，与立立电子一案不同，胜景山河等几家公司都涉嫌财务造假，确实问题严重。

掏空浙大海纳的邱忠保，于 2008 年被判刑 20 年。根据上海市人民检察院第二分院指控，邱忠保在 2001 年 3 月至 2002 年 11 月，以西安"飞天"公司的名义，先后收购了福建省三农集团股份有限公司、中油龙昌（集团）股份有限公司、浙江浙大海纳科技股份有限公司的股份。至 2006 年案发时，邱忠保及其手下共制造了 12 亿元人民币的资金黑洞，给中油龙昌等三家上市公司和相关银行造成了特别重大损失——直接导致中油龙

⊖ 申报 IPO 的报告期，是指上市前最近三年及一期，就立立电子而言，是 2005 ~ 2007 年 3 年，因此 2002 年立立电子与浙大海纳的股权交易是在报告期之外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

昌、福建三农两家公司退市，浙江海纳停牌，多名中小投资者血本无归。

而浙江海纳在完成债务重整后，于2008年启动了股权分置改革，2009年曾经被浙大海纳投资的浙大网新反过来入主浙江海纳，并更名为“浙江合众机电股份有限公司”，股票简称也变更为了“合众机电”。

因为这一案例的影响，在IPO审核环节，证监会对于业务或主要资产源自另一家上市公司的IPO申请，基本都不再同意通过。从巢东水泥中分离出来的富煌钢构、与凯诺科技有密切关系的海澜之家的IPO申请先后被否决。

后来，证监会更改了相关审核尺度：只有当拟IPO发行的公司是其他上市公司原募集资金投资项目的，才不许再次上市。于是富煌钢构的首发和海澜之家的重组才得以过会[⊖]。

而立立电子在2011年更名为浙江金瑞泓科技股份有限公司，目前公司还在正常发展，但在A股上市的梦想大约很难实现了。

大东南
三次上会，终圆上市梦

一家企业从启动上市到最终登陆资本市场，有可能经历极其坎坷的过程，浙江大东南包装股份有限公司（“大东南”）就是这样一个典型案例。这家行业龙头公司先发H股不成再转A股，在证监会上了三次发审会，历时近十年才成功登陆资本市场，终圆上市梦。

B股、H股，还是A股?

大东南是中国塑料薄膜行业的龙头公司，主要业务为各种塑料包装薄膜的生产及销售，主导产品为BOPP薄膜、BOPET薄膜和CPP薄膜。公司这三大系列产品的销售收入，占公司营业收入比例高达85%以上，其产能在内地同行业中排名分别居第一、二、三位。其主打产品BOPP薄膜广

⊖ 富煌钢构最终二次申报IPO获得证监会通过，海澜之家改为借壳凯诺科技上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泛应用于面包、衣服、鞋袜等产品包装以及香烟、书籍等的封面包装。

根据《今日早报》2013年7月29日的报道："早在1999年，大东南就确定了要走上市这条路，但当时考虑的是做B股，然而等公司提交申请时，B股首发门槛提高难度增大[一]，公司放弃转而去香港H股。"大东南首选发行B股及H股，而不是在A股市场融资，可能的原因是公司主要设备及原材料多是进口，外汇资金需求量较大。

《今日早报》报道中还提到："2002年中国证监会批准了大东南去香港发H股的计划，准备9月在通过香港联交所聆讯后发行H股，但不巧的是，当时在H股有一家内地企业涉嫌业绩造假[二]，造成了香港股民对内地企业有偏见，所以那个时候选择H股上市很不合时宜，于是浙江省证监局的相关人员建议公司在A股上市。"

申报A股发行的申请一开始倒是很顺利，早在2004年6月23日，大东南的首发申请就获得了证监会发审委审核通过。

过会后的艰难等待

与大东南同日过会的广安爱众于当年8月20日就成功发行，但在大东南即将排队拿到批文时，证监会暂停了新股发行[三]。2005年，证监会在放行了15家公司的IPO之后又因为推出股权分置改革而再次暂停新股发行。于是，已经过会了的大东南被迫进入等待期。

然而，大东南的这段等待期异常艰难。塑料包装薄膜行业进入门槛并不高，行业生命周期受产业性质、国外竞争和能源结构的变化等诸多因素的影响，经历了市场需求旺盛—大批企业涌入—市场供应过剩—部分企业淘汰—市场又逐步转强的螺旋上升过程。在高油价导致的塑料原料上涨的挤压下，2005年塑料包装薄膜生产企业一度受累于产能增速过快导致的

㊀ 1999年6月，证监会发布《关于企业发行B股有关问题的通知》，原则上公司先改制为股份公司后才能发行B股上市。

㊁ 2002年10月初，欧亚农业H股造假案被曝光。

㊂ 2004年8月26日，双鹭药业（002038）发行后，证监会推出《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》（征求意见稿），对新股发行定价方式进行改革，新股发行暂停。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

供过于求的状况，原材料成本上升的压力不能完全有效传导至下游，利润下滑。

更要命的是，大东南在通过发审会审核后，由于预期很快就要发行，为抓住发展机遇、进一步拓展市场，迅速扩大公司产能、强化公司竞争优势，促使募集资金投资项目尽早发挥经济效益，公司在IPO募集资金到位前，利用银行贷款先行投资建设了大部分投资项目。结果导致公司财务费用大增，加上整个产业形势不好，业绩出现了大幅下滑。

2005年度公司扣除非经常性损益后的净利润（“扣非后净利润）竟然不足万元——仅为7681.02元，折每股收益为0.000 04元/股。有投行人士开玩笑称：“老板要是多请两顿饭，这公司就亏损了。”而扣除非经常性损益后连续三年盈利是发行上市的必备条件，万一中间出现一年亏损，就不符合发行条件了，连续三年盈利就得重新起算，上市时间起码得推迟到2009年去了。

2005年不到1万元的扣非后净利润，让证监会很是怀疑这家公司是否在勉强做业绩维持盈利，对其未来盈利能力要做进一步观察。于是2006年新股恢复发行后，证监会并没有放行大东南的IPO发行。在2004年已经通过发审会的拟IPO公司中，大东南是少数几家[⊖]没能在2006年完成上市的公司。

好在2006年以后，随着我国各行各业对塑料包装薄膜的需求不断上升，大东南产能过剩的情形随着市场优胜劣汰逐步得到好转，行业供需矛盾趋缓，原材料成本上涨压力能有效传导至下游，行业盈利水平逐渐恢复。大东南的利润水平也迅速回升至2075万元，比2004年还增长了65%。

利润回升后的大东南希望能启动发行，但证监会出于保护投资者考虑，对大东南的盈利稳定性采取了谨慎态度，安排这家已经过会近2年的公司于2007年6月5日再次上会——这在证监会历史上还是第一次。最终，发审会否决了大东南此次发行新股的申请。

其实，即使2005年度公司业绩未出现严重下滑，大东南登陆资本市

⊖ 除大东南外，还有中核钛白、露天煤业、文峰股份、海油富岛等少数几家公司在2004年后，一直到2006年还尚未发行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场也没那么顺利——公司2004年、2005年的每股收益太低，按照当时的发行市盈率，公司无法正常发行。

2005年发行的15只新股，除中材国际的市盈率突破25倍到了26.86倍外，其他公司发行市盈率均在25倍以下，甚至很多公司发行市盈率低于20倍。大东南2004年度实现每股收益仅为0.07元/股，这还是按照发行前股本计算的。而2004年末公司净资产已经达到了每股2.26元，也就是说，如果证监会2005年放行了大东南的发行，按照当时的证监会指导的发行价水平，大东南的发行价格会低于每股净资产。

而如果在2006年发行，这一问题就更加突出——公司要按2005年的每股收益和当时证监会指导的发行市盈率来发行。尽管证监会对发行市盈率的窗口指导已放宽到了30倍市盈率，但在公司扣非后每股收益不足1分钱的情况下，公司也很难正常发行。

锲而不舍终圆上市梦

2007年上市申请被否后，大东南锲而不舍再次申报，新的申报文件更换了签字注册会计师，由立信会计师事务所的发起人之一、注册会计师业内的“大佬”戴定毅亲自签字。这一次，审计师对2005年度的管理费用金额进行了调整，扣除非经常性损益后的净利润从7681.02元提高到了73.84万元。而2007年度公司利润水平更是有了大幅改善，2005 ~ 2007年公司扣除非经常性损益后净利润分别为73.84万元、1583.43万元和5487.35万元，呈现出良好的发展态势。

或许是证监会对大东南二次上会都未能成功IPO“过意不去”，对于大东南这次申报，证监会几乎一路绿灯：2008年年初公司上报IPO申请材料，4月11日就安排上发审会并顺利过会。2008年7月28日，经历了近十年漫长上市路，大东南终于成功登陆A股。

除了大东南之外，A股市场并不缺少锲而不舍多年谋求上市的公司，最终能够上市的公司算是幸运的。而像神舟电脑、白云电气、九华山[㊀]这样的公司，尽管屡战屡败，又屡败屡战，多次上报材料依然没能上市，令

㊀ 九华山在屡战屡败之后，终于在2015年成功上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人叹惜。

上市之后，大东南的业绩状况却并不尽如人意。公司2008年度经审计的扣除非经常性损益的净利润仅有2640.89万元，较上年同期下滑49.88%。这与公司在上市公告书中披露的乐观的2008年1 ~ 6月未经审计净利润有较大出入[㊀]。

上市一年后，大东南更换了会计师事务所，从立信会计师事务所变更为中汇会计师事务所，而中汇会计师事务所审计的2008年度扣非后净利润又下调为只有1220万元，2007年度扣非后净利润调整为3948万元。以这样的盈利趋势来看，如果大东南2008年度没能顺利过会发行，何时能够上市还真不可知。

在度过2008年金融危机冲击后，大东南的业绩再度回升，在随后两年达到了顶峰——2009年度和2010年度分别实现扣非后净利润4420.36万元和7545.52万元。

然而好景不长，2011年公司扣非后净利润下滑到1186.26万元，靠着巨额政府补贴才勉强实现业绩增长。2012年度在财政补贴减少的情况下，公司巨亏，扣非后净利润为–8782.71万元；2013年度扣非后净利润为–7608万元，靠财政补贴实现盈利，避免了成为ST公司；2014年度公司仍然处于亏损状态，传统行业的龙头企业转型艰难。

㊀ 在大东南的上市公告书中，公司2008年1 ~ 6月实现扣除非经常性损益后的未经审计的净利润为2768.13万元，较上年同期增长47%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第6章 2009年 市场化发行起步

在2008年新股停发后，证监会对新股发行中存在的问题进行了梳理，有针对性地做出一些调整，大力推进新股发行市场化改革。在“4万亿”政策刺激下，中国经济开始走出经济危机，证券市场也逐渐转暖。上证指数站稳2500点后，证监会适时重启了新股发行。

在新的发行机制下，证监会放开了对新股定价的窗口指导，首批发行的桂林三金和万马电缆发行定价均突破了之前限定的30倍市盈率，之后发行市盈率很快突破40倍、50倍、80倍，最高甚至破百倍。

供求关系理论再一次被验证，9个多月的IPO停发让市场对新股的饥渴度增加。因此，尽管发行市盈率持续走高，新股发行速度也从恢复发行之初的每周1家新股迅速增加到每周发行4家，再提高到创业板开板时的一周15家及创业板巅峰时期的一周19家。但投资者对新股投资热情高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

涨，“新股不败”神话延续，2009年111只新股平均上市首日收盘涨幅为71.28%。

除了新股恢复发行外，2009年的重头戏是创业板开板，首批28家公司上市创造了中国A股市场上市速度的神话。从2009年7月26日起开始受理创业板IPO申请，到9月21日第一家创业板公司特锐德刊登招股意向书，57天完成上报、审核并启动发行，创造了A股市场上前所未有的审核记录。

创业板开板后，一些之前申请过中小板IPO被否决的公司，这次却位列首批创业板上市公司之列。企业在中小板与创业板之间的选择，创业板自身的定位及其演变，成为A股资本市场这一发展阶段的焦点问题。

桂林三金
发行价格管制放开

枪打出头鸟效应

经历了三个季度的IPO停发之后，2009年6月19日，桂林三金药业股份有限公司（桂林三金）刊登了招股意向书，宣告新股发行正式重启；5天后第二只新股万马电缆也刊登了招股意向书，新股发行开始常态化。

在这一次IPO重启前，有33家公司已经通过了发审会审核，等待发行。为什么是桂林三金拔得了头筹？一些媒体基于惯常的市场“维稳”思维，猜测是因为桂林三金募集资金规模适中，发行不会对市场产生较大影响。但从最后的发行结果来看，在重启发行后前20只中小板公司股票中，桂林三金的募集资金规模排名第五。显然，除中国建筑、光大证券、招商证券等上交所上市的大盘股外，在中小板公司中，桂林三金9亿多的募集资金规模不能算到“适中”。

据保荐机构之间流传的说法，桂林三金能拔得头筹，主要原因有两个：

一是桂林三金在33家已过会待发行的公司中过会时间相对较早：在桂林三金之前过会并待发的只有两家公司——大盘股中国建筑和中小板的遵义钛业。中国建筑募集资金规模高达500亿，证监会显然不会选择这么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个“庞然大物”来试探市场的反应，承担IPO开闸试水的重任；而遵义钛业因业绩下滑，最终无缘A股市场。

二是桂林三金准备工作做得更充足：2009年5月22日，证监会就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》向社会公开征求意见，宣告新股即将恢复发行。这时众多已过会公司都着手准备起来，相比较而言，桂林三金、万马电缆、家润多等公司的准备工作做得更充分，起草的发行相关公告模板对《指导意见》充分落实，从而更早领到了批文。

此外值得一提的是，由于新股停发已久，很多公司在恢复发行时选择观望，不希望成为出头鸟，导致被媒体特别关注而节外生枝，因此在准备和申报发行材料时并不是特别积极。

于是桂林三金脱颖而出。

事实证明，A股市场确实存在“枪打出头鸟”现象。桂林三金披露招股意向书后，媒体关注度大增，果真出现了意外情形。

这一次开枪的，又是以质疑IPO公司出名的《每日经济新闻》。6月20日和6月24日，《每日经济新闻》连续刊发两篇报道《邹节明暴富路揭秘：12年中的三级跳》和《借国企钱买国有股　桂林三金改制违规》，直指公司历史沿革存在重大问题。

第一篇报道中描述了桂林三金的实际控制人邹节明在国退民进的过程中如何把公司控制权一步步转移到自己手中的故事。

由于IPO的造富效应，在很多公司上市时都会有类似的报道见诸报端。似乎在中国人的传统思想观念里，对这样的故事还是难以接受，认为个人财富来得太迅猛、太容易就是不公平、不合理。致富的机会对每个人来说确实存在不平等，但不代表不合法。因此，尽管这类报道在这些年来有增无减，但证监会从未仅仅因为一家上市公司的管理层或老板通过IPO上市暴富而对其进行调查或处罚，除非在这个过程中存在违法行为或不符合IPO上市要求的事项。

相比之下，第二篇报道才更具杀伤力，直指桂林三金的招股说明书中存在不实披露，引起了监管机构的关注。文章报道称：

在1997年改制时，三金药业集团（桂林三金药业股份有限公司前身）中高层曾向三金药业集团公司借款购买三金药业集团公司股权，这涉嫌违

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

反国家相关规定。

早在2003年11月30日，国务院办公厅发布的通知就指出："经营管理者筹集收购国有产权的资金，要执行《贷款通则》的有关规定，不得向包括本企业在内的国有及国有控股企业借款，不得以这些企业的国有产权或实物资产作标的物为融资提供保证、抵押、质押、贴现等。"

2005年12月19日，国务院办公厅又发文进一步指出，"管理层持股必须提供资金来源合法的相关证明，必须执行《贷款通则》的有关规定，不得向包括本企业在内的国有及国有控股企业借款，不得以国有产权或资产作为标的物通过抵押、质押、贴现等方式筹集资金，也不得采取信托或委托等方式间接持有企业股权。"

用2003年和2005年国务院办公厅出台的文件来指称桂林三金1997年发生的事实不合法合规，《每日经济新闻》这篇报道的说法显然存在瑕疵。然而，公司借钱给员工购买股份确实有问题，有空手套白狼的嫌疑。于是证监会要求调查媒体相关报道指出的问题。

保荐机构和律师紧急核查，并于6月26日发布公告声明不存在问题，广西区政府也紧急核查后向证监会出具文件证明历史沿革不存在问题[㊀]，最终证监会放行了桂林三金的发行。

发行市盈率管制放开

6月26日，桂林三金刊发新股发行公告，投资者们惊讶地发现桂林三金的发行市盈率确定为32.89倍。当第二只新股万马电缆公告发行市盈率确定为30.88倍的时候，大家终于确认"30倍市盈率"这条高压线是可以突破的了。本次恢复发行前证监会所称"**在新股定价方面，完善询价和申购的报价约束机制，淡化行政指导**"不再是一句空话，发行价格真是"询"出来的，而不是"算"出来的了。

在发行股数确定的情况下，发行价格直接决定募集资金总额，对于动辄发行数千万股新股的发行人来说，发行价多1块钱，意味着募集资金总额多出几千万元。而主承销商收取的承销费一般是按照募集资金总额的

㊀ 引自新华网2009年6月28日报道《证监会：未发现三金药业陈述不一致的情况》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一定比例计算的，募集资金总额提高意味着主承销商收入会大幅提高。因此，发行人和主承销商都有充足的动力去游说询价机构提高报价。

证监会也意识到可能出现的提高报价情形，因此开出了预防措施：严厉打击高报不买情形。对于报出高价但并不实际认购的询价对象，证监会认为其动机是拉高整体报价水平，且不用承担任何成本，很有可能是发行人或主承销商的关系报价，并非真正的报价，应予打击。

但是，由于两个证监会未考虑到的原因，新股发行报价逐渐失控，发行市盈率越来越高。

因素一：证监会对网上单个申购账户设定上限，单一网上申购账户的申购上限原则上不超过本次网上发行股数的千分之一，询价对象只能选择参加网上申购或网下申购，不得同时在网上和网下申购。证监会出台此项政策的目的，是为了给中小投资者更多的中签机会，避免询价对象利用资金优势获得大部分新股。但在该项政策下，大多数机构投资者更集中到了网下发行。

以发行 3200 万股的世联地产为例，其网上发行股数为 2560 万股，千分之一的认购上限，意味着每个账户最多只能认购 2.56 万股（世联地产设定的是 2 万股），由于每 500 股分配 1 个号，2 万股只有 40 个号。世联地产的网上中签率不到 0.2%，这就意味着账户打满至申购上限也未必能中到一个号。机构投资者和散户完全平等竞争，没有任何资金优势了。这种情况下，想打新的机构一定是放弃网上和散户一起摇号而是选择网下配售。

因素二：在机构集中到网下申购后，由于网下发行总量有限，等比例分配方式下每家机构出钱很少，报价的经济风险非常小，不足以限制其报高价。2010 年 10 月之前，网下分配给询价对象的额度是总发行规模不超过 20%（4 亿股以上的不超过 50%），且所有报价在发行价之上的询价机构，按照其认购的规模同比例分配，某家询价机构获配量 = 该机构认购股数 / 发行价之上的累计认购股数 × 网下配售总股数。

依然以世联地产为例，网下配售数量为 640 万股，但在初步询价中提交有效申报的 352 家配售对象中有 351 家[1]按照《发行公告》的要求及时足额缴纳了申购款，有效申购数量为 177 870 万股，是网下配售数量的 278 倍。

[1] 1 家配售对未按《发行公告》的要求及时足额缴纳申购资金，为无效申购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于是，351个配售对象以各自申购数量占总有效申购数量177 870万股的比例来瓜分网下配售的640万股，每家配售对象的配售到手的股份数目最多也就2.3万股，少的只有不到3600股，按照世联地产19.68元的发行价，分配最多的配售对象也只需要缴不到50万元的打新资金。对于基金、保险、证券公司之类的机构投资者来说，50万元即便全部亏损，损失也非常有限。

总之，**有出价权的机构投资者为了保证自己能够获得新股，在风险有限的情况下，抬高发行价格成了必然的结果。**

放开对发行价格的行政指导后，拟上市公司和投资银行对询价环节更加重视，向询价对象推荐股票也不遗余力，以期可以获得一个更好的发行价。同时，随着二级市场指数进一步攀升，突破30倍发行市盈率之后发行的公司股票上市依然大涨，拥有询价报价权的机构投资者们对新股的报价也开始节节提高，唯恐自己的报价不能入围获得配售资格。

在供需双方的共同努力下，新股发行市盈率逐步攀升，央企代表中国建筑和金融机构代表光大证券的发行市盈率均超过了50倍。月底发行的民营玩具企业奥飞动漫发行市盈率更是高达58.24倍，让大家彻底抛去了对发行价格管制的疑虑。

创业板开板后，首批发行的南风股份突破70倍市盈率，第二批发行的鼎汉技术突破80倍市盈率，而阳普医疗更是突破了100倍的发行市盈率。截至2010年10月，发行市盈率超过50倍的新股占到2/3以上，不足30倍市盈率的股票屈指可数。

与大多数改革一样，新股发行定价也出现了“一管就死、一放就乱”的情况，2009年全市场新股发行市盈率平均值为53倍，2010年进一步提高到了59倍。

但为了坚持市场化的道路，这一次放开新股发行价格管制后，在接下来的两年多时间内，证监会都没有再人为划定过新股发行的指导市盈率。随着大盘的上涨，市场上先是出现了发行市盈率不断冲高，接连破百的现象；接下来，随着市场下行的行情，又现了连续多只新股上市首日破发，甚至发生了由于参与报价的询价对象家数不足而导致发行中止的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本市场制度建设
IPO 询价制度（三）：放开新股定价管制

在 2008 年 9 月 16 日上证综指跌破 2000 点后，证监会暂停了 IPO 发行，但市场并未因为 IPO 的暂停而止跌反弹，继续一路下跌，至新一轮的低点 1664 点才开始反弹。

2009 年 5 月 22 日，在上证综指从 1664 点上涨了 1000 点后，证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》，启动新股发行体制改革。2009 年 6 月 10 日，证监会正式发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，之后桂林三金刊登招股意向书开始招股，并于 2009 年 6 月 29 日成功发行，标志着 A 股再次恢复 IPO 发行。

2004 年年底推出询价制时，证监会为了防止发行价格过高，对新股发行最终定价进行了窗口指导，发行价格上限几乎卡死在 30 倍市盈率。新股上市首日被疯狂爆炒，之后再遭遇大幅下滑的情形比较普遍。机构投资者凭借资金优势获得一级市场筹码，然后让普通散户接盘；散户们则对新股无风险收益垂涎欲滴。

在此背景下，证监会推出了新股发行体制改革。本次发行体制改革内容不多，只有四大措施；但重点突出，核心内容是定价机制的市场化。证监会新闻发言人指出，本次新股发行体制改革要达到四项预期目标：

（1）市场价格发现功能得到优化，买方、卖方的内在制衡机制得以强化。

（2）提升股份配售机制的有效性，缓解巨额资金申购新股状况，提高发行的质量和效率。

（3）在风险明晰的前提下，中小投资者的参与意愿得到重视，向有意向申购新股的中小投资者适当倾斜。

（4）增强揭示风险的力度，强化一级市场风险意识。

具体来说，此次新股发行体制改革一共提出了 4 项措施，关注并着手解决询价制实施以来的几个重要问题，促进新股发行的市场化步伐。

措施一："完善询价和申购的报价约束机制，形成进一步市场化的价格形成机制。询价对象应真实报价，询价报价与申购报价应当具有逻辑一致性，主承销商应当采取措施杜绝高报不买和低报高买。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定每笔申购的最低申购量。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在2009年以前，有权参与网下配售的配售对象的条件有两条：①询价机构在初步询价期间提交有效报价，即“报价区间上限不得高于下限的120%，且该报价在询价截止时间之前送达主承销商”；②询价对象已向中国证券业协会登记的自营业务或其管理的证券投资产品。因此，只要没有人为错误，所有的参与网下询价的机构都会有权参与网下配售，与其给出的询价结果无关。

证监会的本意是询价只是了解市场对发行价的普遍看法，只有询价与其利益无关时，机构才不会受到利益的约束，才会报出真实的价格来。但实际情况是，既然认购与出价无关，就出现了两种情况：①询价时报低价，试图拉低询价均价，但即使发行价超过了询价报价，依然照样申购；②询价时报高价，试图拉高询价均价，但觉得发行价偏高了，在实际发行时不再申购，纯粹的价托。

证监会认识到了问题所在，按照买者自负的原则，要求报价的机构要对报价负责，如果报出的价格在发行价之上，就必须要进行申购，杜绝高报不买和低报高买的情形。

然而，之后我们看到的情况是：市场是复杂的，证监会基于良好愿望的设计并没有经得起市场的检验。由于股票发行供不应求，再加上整体市场走势看涨，新股受到市场热捧，新股上市首日依然保持不败的行情。而报价机构为了确保其能够获得配售，纷纷采取了尽可能报高价、让自己的报价落在发行价之上的策略。当众多机构根据市场的形势选择报高价时，整体的询价区间自然就抬高了，发行价就会表现出水涨船高的态势，并引起了舆论关注。

措施二：“优化网上发行机制，将网下网上申购参与对象分开。对每一只股票发行，任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购，所有参与该只股票网下报价、申购、配售的股票配售对象均不再参与网上申购。”

在2009年以前，参与网下申购的机构还可以同时在网上打新，证监会当时的初衷是：发行价在网上和网下是一致的，因此在同样的发行价下，机构投资者在网上申购新股不应受到限制。

理论上似乎是正确的，但新股不败的特定证券市场环境下引发了散户们的强烈不满：中签新股就等于中奖，必然赚钱。网上申购机构投资者资金规模巨大，而散户们资金规模有限，同样的中签率下，机构投资者中签数量更多。对于机构来说，因为资金量足够大，中签数就是道算数题，直接按照中签率计算即可；而对于散户来说，中签纯属靠运气。散户们强烈抗议这种不公平，要求新股网上发行分配向散户倾斜。

证监会听取了散户们的意见，要求参与了网下报价、申购、配售的股票配售对象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

均不得参与网上申购，在新股不败的情况下，相当于提高了散户们的中奖率。

措施三：“对网上单个申购账户设定上限。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定单一网上申购账户的申购上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一。单个投资者只能使用一个合格账户申购新股”。

在2009年以前，证监会对网上申购新股几乎不设上限，导致参与新股认购的资金规模越来越大，单只新股发行冻结资金过万亿成为常态，甚至有扰乱金融秩序的嫌疑（详见第4章“中信银行：万亿打新资金会否抽血股市”）。

证监会对网上新股发行申购上限进行约束之后，单只新股网上发行冻结资金规模显著下降，只有募集资金总额超过500亿的中国建筑网上发行冻结资金规模超过了1万亿（10 651亿元），募集资金总额超过680亿元的农业银行网上发行冻结资金甚至不足3000亿元，单只新股网上发行冻结资金在千亿元以下成为常态，客观上缓解了网上冻结资金过高的问题。

措施四：“加强新股认购风险提示，提示所有参与人明晰市场风险。发行人及其主承销商应当刊登新股投资风险特别公告，充分揭示一级市场风险，提醒投资者理性判断投资该公司的可行性。证券经营机构应当采取措施，向投资者提示新股认购风险。”

该项措施是对前三项措施的补充。证监会在推出本次新股发行改革时，预见到“新股不败”时代总归会结束，新股申购有赚有赔才是市场的正常现象，于是要求发行人、主承销商和营业部都加强新股认购风险提示，推行“买者自负”原则。

由于承销费用普遍与募集资金总额挂钩，在本轮新股发行体制改革后，发行价格不再管制，更高的发行价意味着更多的承销费用，各券商的资本市场部开始得到重视，重保荐轻发行的局面发生了些许变化。

鉴于投行承销环节对发行价影响的重要性，为了激励投行发更高的价格，很多发行人在承销协议中约定了对佣金提取比例进行超额累进。有些具有价格谈判能力的投行收取的承销费抵得上发行人IPO融资拟投资的一个募投项目所需的资金量，券商投行承销收入大幅上涨。

随着发行市盈率逐步走高，所谓“三高”（高发行价、高市盈率、高超额募集资金）现象开始受到市场广泛抨击。但即便如此，大部分业内人士依然相信市场会解决问题，证监会也一直没有再度停发新股，只是在2010年8月和2012年4月对询价制度做了两次微调，这次新股恢复发行持续了3年多。

本次重启发行后，直到2012年10月26日再次停发IPO，历时整40个月，共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计成功发行并上市股票881只，而从2004年到2014年的十年间总计才发行股票1384只，可以说这次新股恢复发行，造就了IPO十年中的一段黄金时代。

资本市场制度建设
创业板开板：十年磨一剑，落地快速成长

2009年10月23日，经国务院同意、证监会批准，深圳证券交易所正式成立了创业板并举行了开板仪式，历经十年酝酿的创业板市场终于推出了。10月30日，首批28家创业板公司在深交所集体挂牌，宣告中国证券市场迎来了多层次资本市场建设的又一个新时代。

创业板的诞生过程可谓极其坎坷，从1998年12月国家计划发展委员会第一次提出设立创业板，到2009年10月正式推出创业板，经历了整整十年，其间因条件不成熟先推出了中小企业板这个“计划外的孩子”（详见本书第1章“中小企业板开板，一个计划外的孩子”）。

2008年3月，证监会发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》，但受市场持续下跌IPO暂停影响，征求意见稿发出后就没了下文。

2009年2月26日，《上海证券报》刊发报道《证监会函复致公党提案：积极筹建创业板市场》，报道了“针对有关提案，证监会在日前做出的函复中再次明确表示，将抓紧制定相关配套规则，择机正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，适时推出创业板。”2009年“两会”开完后，证监会加快了创业板开启的进度，3月31日证监会正式发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，宣告创业板即将诞生。

《创业板暂行办法》推出后，深圳证券交易所及各地证监局都积极行动起来，在各地动员创业板上市事宜，而各家保荐机构则立刻着手梳理准备申报IPO的项目，看看哪些企业能符合条件去上创业板。同时，整个市场在等待新股恢复发行和创业板配套文件的正式出台。

也许是十年的等待过于漫长，创业板启动后爆发式的推进效率显得惊心动魄！

在IPO再次重启后不久，2009年7月20日，证监会发布了创业板申请文件准则和招股说明书准则，同日发出公告宣布7月26日开始受理创业板IPO申请。让证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

监会没有想到的是保荐机构的高效率：截至 7 月 26 日下午 5 点，38 家保荐机构竟然一共推荐了 108 家企业首批向中国证监会提交创业板上市申请。

一家公司申报 IPO 的过程从保荐机构进场开始，到上报证监会材料需要的最短时间是多少？即便保荐机构进场时公司已经改制成为股份有限公司了，进场后立刻完成立项程序向证监局申请开始辅导，证监局要求的辅导期限也要至少 3 个月时间，证监局验收辅导结果一般需要 1 个月时间。因此，就算材料制作、审计、保荐机构的内核等工作都与辅导同步进行，从保荐机构进场到申报材料至少也需要 4 个月时间。

而从 3 月 31 日公告《创业板暂行办法》，到 7 月 26 日开始受理申请，尚不足 4 个月；从发布申请文件准则和招股说明书准则到受理日证监会则只留了 5 天！

显然，在创业板申请文件准则和招股说明书准则出台前，保荐机构和企业已经按照深交所的指导精神对预备报送创业板的企业的申报材料进行了大量的准备工作。在正式的格式文件准则出台后，保荐机构加班加点地把材料改了出来，抢第一批申报。

人人都知道第一批上创业板的意义非凡。更重要的是，这时审核标准可能会相对宽松，因此很多企业不想错过这个绝佳的快速上市机会。

可以说，2009 年 7 月 21 ~ 25 日这一周对于很多投行人员来说可能是连续多夜未眠。7 月 20 日创业板相关文件格式准则发出后，很多中介机构和企业都是倒排时间表，很多公司到 26 日上午还在制作材料。各地证监局的辅导验收人员也全力配合，确保不耽误上报。很多保荐机构甚至一天要开 5 ~ 8 个内核会来推进第一批创业板上报事宜。

证监会自然也没有松懈，将受理材料的第一天安排在周日，设立专门的场所安排了众多专门人员检查接收材料，确保材料接收有序进行。

7 月 26 日之后不足 2 个月，证监会于 9 月 13 日发出创业板发审委 2009 年第 1、2、3、4 次工作会议公告，9 月 17 日审核特锐德、南方风机、立思辰、佳豪船舶、莱美药业、乐普医疗、神州泰岳 7 家公司首发申请。

通常情况下，IPO 项目从材料上报到开发审会要多久？一般来说证监会接收材料后，会在 5 个工作日内发出正式的受理通知书，如果材料不齐备还会要求补正；正式受理后要走反馈会、见面会、提出反馈意见、反馈意见回复、初审会、初审会意见回复、发审会这些环节，从提出反馈意见到初审会一般需要两个月以上时间。根据证监会相关工作人员在保荐代表人培训上公布的数据，除停发因素外，证监会 IPO 审核周期正常在 5 个月左右。不到两个月的 IPO 审核周期是证监会历史上绝无仅有的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

根据《第一财经日报》2009年8月21日的报道《证监会神速 创业板首批股票发行临近》："证监会创业板发行监管办公室负责人表示，目前创业板发审工作正在加班加点中。'我们是用五加二、白加黑的工作方式，五个工作日和两个休息日都在工作，只不过休息日是穿便服工作，晚上12点我们办公室都有人在看材料，黑夜也不休息。'"

7月26日接收材料、7月31日正式受理、8月18日第一批见面会、8月21日发出第一批反馈意见并要求10天内答复、9月13日发出发审会通知。这个时间表可以说已经将审核时间压缩到了极致，为了实现对创业板公司IPO申请的"神速"审核，证监会创业板部的工作人员在那两个月内真是异常辛苦，如同打仗一般。

2009年9月21日，特锐德、神州泰岳、乐普医疗、南风股份、探路者、莱美药业、汉威电子、上海佳豪、安科生物和立思辰10家公司刊登招股意向书开始招股，9月25日完成发行。

由于证监会放开了新股发行价管制，在市场追捧下，首批创业板公司发行市盈率高企，平均市盈率高达55.26倍，这些公司从来没想到过能一下子募集这么多的资金。10月13日及10月15日，鼎汉技术、吉峰农机、华谊兄弟等18家公司也先后完成了发行。10月30日，分两组完成发行的首批28家创业板公司同日上市，创业板正式开板。这28家公司上市首日遭到爆炒，在发行市盈率已经大多高达50倍以上的情况下，涨幅超过100%的依然比比皆是。创业板有了一个疯狂的开始。

六年后的今天回头看创业板，创业板已经褪去创新成长性企业的光环，更多情况下只是开辟了一个新的上市通道而已。然而在创业板即将推出前，人们对创业板定位的讨论之热烈，还令人记忆犹新。

在2008年3月两会期间，时任全国政协委员的深圳证券交易所理事长的陈东征提出了创业板将倾向"三高五新"企业。所谓"三高五新"，是指高成长、高科技、高附加值、新经济、新服务、新能源、新材料、新农业。

2009年3月31日正式公布的《创业板暂行办法》中，第一条就规定了创业板企业应该是"自主创新企业及其他成长型创业企业"。但是在这份文件中，证监会并没有对"自主创新"做出明确的定义。证监会的新闻发言人就此问题进行回答时，仅表示"对此我会将予以关注。"鉴于证监会对此也没有清晰的定义，于是保荐机构和企业只好自己发挥，在招股说明书中对企业的"创新"之处大书特书。

事实上，创业板推出以来，市场也确实存在一些议论或误解。从申报的实际情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看，为数不少的企业主要从事传统业务，创新能力不够突出。甚至有的企业选择申报创业板仅仅是认为创业板的排队时间短，发行市盈率高。由于整个市场对创业板都抱有很高的期待，需要一个官方解释来为创业板明确定位。

2010 年 3 月 19 日，证监会发布了《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》，其中明确提出了创业板应当推荐的九大重点行业："保荐机构应重点推荐符合国家战略性新兴产业发展方向的企业，特别是新能源、新材料、信息、生物与新医药、节能环保、航空航天、海洋、先进制造、高技术服务等领域的企业，以及其他领域中具有自主创新能力、成长性强的企业。"同时，也提出了应当考虑其自主创新能力而谨慎推荐的行业包括："纺织、服装；电力、煤气及水的生产供应等公用事业；房地产开发与经营，土木工程建筑；交通运输；酒类、食品、饮料；金融；一般性服务业；国家产业政策明确抑制的产能过剩和重复建设的行业。"

除了强调创新性，创业板的第二大特色，是强调成长性。

关于这一点，创业板首发暂行办法规定的财务相关发行条件为"最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%"。

从财务指标的具体数字上来看，盈利能力的要求比中小企业板要低一些，但实务中几乎没有压着最低线上报的企业，大多上报的企业都是同时符合中小企业板（也就是主板）发行条件要求的。同时，由于创业板有成长性要求，创业板上市条件反而更高一些。

那么如何来理解创业板对企业成长性的要求呢？

当年证监会创业板部的审核人员形象地打了一个比方——把企业的成长曲线比作耐克型和李宁型，耐克型曲线符合创业板要求的成长性标准，李宁型则不符合。具体来说，对于创业板发行条件中的盈利持续增长，拟上市公司业绩允许有反复，但是总体而言业绩增长轨迹须像"耐克"商标的形状（ ）走势上扬。举例来说，拟上创业板的公司可以在 2008 年业绩有反复，低于 2007 年，但之后 2009 年的业绩要超过 2007 年，才可被认定为持续增长。如果 2009 年的业绩继续低于 2007 年，成为李宁商标的曲线，则不被认为是持续增长。

精心定义的创新型、高成长代表了监管机关和市场对中国的纳斯达克——创业板——的期待。然而随着市场的变化，企业成长周期的变化，创业板建立初期的高效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率审核、高发行市盈率到了 2011 年就没能一直为继下去了。创业板的审核速度开始与主板中小板相当；发行市盈率也从第一批平均超过 50 倍，到二三十倍成为常见，甚至出现了 12.94 倍发行市盈率的科恒股份；此外，创业板公司的类型看上去也已经与中小板相差无几了。

拟上市公司和保荐机构纷纷认识到，创业板的推出，更大的现实意义是增加了企业上市的通道而已。而且，由于创业板监管更严格且不允许借壳，一度不允许再融资等监管限制，很多公司甚至主动要求去中小板或主板上市。

世异时移，到了 2014 年，证监会颁布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，废除了原来的《创业板暂行办法》和《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》，原来鼓励推荐的九大创新型行业要求和连续盈利的成长性要求均被废止。创业板与主板趋同，多层次资本市场新的明星光环则被新三板夺走。

从 2009 年 9 月 25 日第一批公司发行到 2014 年底，创业板发行了 407 家公司（300060 苏州恒久因故未能上市），这期间总计发行了 977 家公司，创业板公司数量占了 41.66%。截至 2014 年 12 月 31 日，创业板市值已经达到了 2.18 万亿，占深圳证券交易所总市值的 16.96%。在创业板公司中，走出了东方财富网、碧水源、华谊兄弟、蓝色光标、机器人、乐视网等一批市值涨了十几倍甚至几十倍的明星企业，为投资者带来了丰厚的回报；也出现了万福生科、海联讯这样的造假上市企业。本书会在随后的章节讨论这些企业的故事。

神州泰岳、机器人
被中小板拒绝的创业板明星

塞翁失马，焉知非福

在首批登陆创业板的 28 家公司中，北京神州泰岳软件股份有限公司（“神州泰岳”）和沈阳新松机器人自动化股份有限公司（“机器人”）并不是第一次申请上市了。这两家企业均曾经申请过在中小企业板上市，但分别于 2008 年 7 月 14 日和 2007 年 12 月 17 日被发审委否决。

当时证监会还没有对外公告发审委否决理由，不予核准的文件中只列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

示公司首发申请被否决这一结果而并不公告原因[㊀]。因此，所有关于这两家企业申请中小板上市被否理由的说法，都是业内的传闻。

神州泰岳这家公司当年曾经非常受关注，原因之一是公司业务与当年中国移动最火的飞信业务密切相关。当然，飞信早已被更火的微信所取代，从今天的角度来看，你会感叹科技的飞速进步早已超越了我们的想象。

根据深交所董秘培训班的培训教材提供的信息[㊁]，神州泰岳被否的理由是：神州泰岳在历史上曾发生多次股权转让，但神州泰岳当时的招股书没有披露其“动态的股权结构体系”的情况，对历次股权转让的原因披露不准确、不完整，且未披露股东代持股份的情形。

有投行人士向媒体表示，神州泰岳中小板申请IPO被否，公司内部员工股权代持及转让的瑕疵和重要合同业务风险是两大主因[㊂]。就股份代持和股权转让问题，申请人在现场陈述时承认公司历史上存在股份代持的情况及股权转让不规范的行为，但对历次股权转让的原因也未进行准确完整的披露。

重要合同业务风险则与飞信有关。根据神州泰岳2008年被否决前披露的招股说明书中的相关内容：公司与北京移动的飞信业务合同有效期1年，2008年6月续签，但在日后的经营中还是存在不能续签上述业务合同而对公司利润产生重大不利影响的风险。

对飞信业务的过度依赖，一直是神州泰岳当年上市时被人诟病的主要问题。在申请创业板上市时，神州泰岳执行飞信业务的子公司将与中国移动的有关飞信业务的合同延长到了三年期，算是解决了未来重大合同承接的不确定性风险。

而机器人被否则相当意外，该公司是打破ABB等国外工业机器人制造领域垄断局面的国产机器人制造企业，是由号称中国“机器人之父”的中国工程院院士蒋新参与创建的。公司在业内知名度相当高，在该公司上

㊀ 2010年3月，自隆基股份IPO上发审会被否开始，证监会官方网站公布的不予核准首发申请的文件会简要说明企业上会被否的理由。

㊁ 见深交所网站。

㊂ 神州泰岳申请中小板IPO被否原因详见《21世纪经济报道》2009年9月15日文章:《神州泰岳：中小板转战创业板第一家》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发审会前不久，时任国务院副总理的曾培炎和时任全国人大常委会副委员长、中科院院长的路甬祥还先后参观过该公司。

业内传闻称该公司被否理由为“未披露其主要子公司北京新松已三板挂牌，亦未披露其主要子公司深圳新松存在重大未决法律纠纷”。

创业板启动之后，神州泰岳和机器人率先申报IPO，分别于2009年9月17日第4次创业板发审会和9月24日第15次发审会获得通过，于9月25日和10月15日完成发行，并在10月30日作为创业板第一批28家公司同时挂牌上市。

这两家曾被中小企业板拒绝的公司，上市后都成为创业板的明星公司，无论是股价表现还是业绩增长，都当之无愧地堪称中国资本市场上优秀公司的代表。

神州泰岳发行价58元，发行市盈率68.8倍，募集资金总额高达18.33亿元，其中超募资金12亿元，发行价和募集资金总额均位列2009年创业板发行之首。

上市首日，神州泰岳开盘价100.1元，最高涨至147.8元，收盘于102.9元，涨幅为77.41%；上市后股价震荡上行，5个月后股价突破200元，最高涨至237.99元；至2014年末，公司总市值还有219.12亿元，位列创业板市值总排名第6位。

上市后的神州泰岳利用资本市场持续进行并购扩张，拓展新的业务增长点，使用巨额的超募资金及增发股份的方式收购了多家公司。公司业绩持续快速增长，净利润从2008年度1.18亿增长到2013年度5.05亿，除2011年较2010年利润持平略增外，其他年份都是一年一个亿元级阶梯式的增长，复合增长率超过33%。

机器人发行价39.8元，发行市盈率62.9倍，募集资金总额6.17亿元。上市首日，机器人开盘价74元，最高涨到108元，收盘于75.15元，涨幅为88.82%；上市后股价盘整一段时间后持续上攻，5个月后股价突破100元，最高涨至121.48元；至2014年年底总市值高达258亿元，位列创业板市值总排名第5位，复权股价高达420元，较上市首日收盘价还上涨了4倍多。

上市后的机器人也保持了业绩快速增长的势头，利用募集资金迅速扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大规模，净利润从 2008 年的 4266 万元增长到 2013 年的 2.5 亿元，5 年的复合增长率超过 40%。

二次上会成功率高

神州泰岳和机器人都是在证监会发行部被发审委否了，转投创业板部获得通过并实现了高速成长。是负责审核中小板上市申请的发行部发行审核委员会当年看错了，还是发行部和创业板部审核标准有差异？

从业内所传的两家公司被否理由看，当年被否决并不算太冤。比如神州泰岳由于过度依赖飞信业务，并且与中国移动的合同期限过短，未来业务还存在重大不确定性，因此被发审委否决也是正常的。而这两家公司在创业板再次上报首发申请时，吸取了经验教训，之前的问题都已经得到了解决，再加上业绩发展态势良好，过会自然容易了很多。

其实不仅是神州泰岳和机器人，数据证明，企业首发申请第二次上会的通过概率普遍较高。《证券市场周刊》在 2012 年 10 月即刊登相关报道称："据 Wind 统计数据，从 2009 年 7 月重启 IPO 至 2012 年 9 月 28 日的三年多时间里，证监会发审委共审核了 1102 家公司的首发申请，成功闯关的有 947 家，过会率为 85.93%。在这 1102 家公司中，有 988 家公司为首次上会，首次过会率为 85.82%；有 114 家为二次上会（含多次上会），其中 99 家公司如愿叩开 A 股市场大门，二次过会率达到 86.84%，略高于首次过会率。

2009 年，17 家首次上会未通过或取消审核的公司，在此后的二次上会中，有 14 家顺利通过审核，过会率为 82.35%；2010 年，40 家首次上会未通过、取消审核或暂缓表决的公司，在此后的二次上会中，有 36 家顺利通过审核，过会率为 90%；2011 年，11 家首次上会未通过或取消审核的公司，在此后的二次上会中，全部审核通过，过会率高达 100%。2012 年 5 家首次上会被暂缓表决或取消审核的公司，也有 3 家在年内的二次上会中顺利闯关。据统计，自 2009 年 7 月重启 IPO 以来，除苏州恒久光电科技股份有限公司、湖南胜景山河生物科技股份有限公司（下称"胜景山河"）、江西西林科股份有限公司这 3 家出现首次成功过会而二次被否的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

殊案例之外，**连续二次上会均遭否决的公司只有 12 家**。”

由此可见，由于有了第一次被否的经验，经过了整改之后，二次上会的企业过会成功率较高。因此，甚至一度出现了一些 PE 机构特别青睐那些第一次上会被否公司的现象。这些 PE 机构在公司第一次首发申请被否后立即入股、博取二次过会后 IPO 退出的机会。

神州泰岳和机器人显得更特殊一些，因为这两家公司经历了转板申请——在发行部被否，而在创业板部获得了通过。

从证监会的审核流程来看，创业板部在设立的时候，审核人员大量来自发行部，两个部门的分管领导也是同一位副主席，从审核理念到具体的审核政策，除个别问题上两个部的理解有所差异外[一]，大部分情况下两个部的审核标准基本一致。

在证监会组织的保荐代表人培训班上，证监会也多次强调不存在“监管套利”情形——在发行部通不过的问题，在创业板部也一样通不过。就神州泰岳和机器人两个具体案例看，在创业板发审会获得通过时，前次被否涉及的事项均已充分披露，并得到了解决，自然能通过审核。

除了前次被否问题已经得到解决外，神州泰岳的扣非净利润从 2007 年度的 5894 万元增长到了 2008 年度的 1.07 亿元，且净利润中非经常性损益的比例从 33.26% 下降到了 11.61%，盈利对补贴的依赖度大幅下降。

机器人扣非净利润从 2006 年度[二]的 2085 万元增长到 2008 年度的 4266 万元。第二次上会时，两家公司的盈利能力显著提高，因此抗风险能力均大幅提高，因此更容易通过监管层的审核。

另外，在创业板推出时，中小企业板已经开板 5 年了，市场上对多层次资本市场存在“主板规模大、中小板次之，创业板是小小板”的误解。神州泰岳在创业板上市，也体现了监管层所说的“创业板不是小小板”的安排。

尽管监管层多次在不同场合指出，创业板是为创新成长型企业设立的板块，并非更低一个层次的“小小板”，但舆论广泛认为创业板大多处于创

[一] 例如，对股份支付的处理，发行部要求就更严格一些，而创业板部认为对股份公允价值的确认比较困难，因此对股份支付的处理要求相对宽松。

[二] 机器人是 2007 年首次上会，前一年报表利润为 2006 年度利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业初期阶段的公司，规模上应该会小一些，将来大了还可能转板到主板去。神州泰岳2009年半年净利润已经过亿、募集资金达到18.33亿元，远超大部分中小企业板公司，监管层用事实向市场宣告"创业板不是小小板"。

保荐+直投模式引争议

与二次过会同样被关注的是，神州泰岳和机器人这两家公司均为中信证券保荐，且均接受了中信证券的直投子公司金石投资入股。

金石投资成立于2007年10月11日，注册资本30亿元，为中信证券专门从事直投业务的子公司。2008年5月16日，金石投资出资2560万元，认购机器人320万股，占其上市前股本总额的6.96%；2009年6月，金石投资出资2772万元，认购神州泰岳210万股，占其上市前股本总额的2.2152%。

神州泰岳和机器人上市后，按照首日收盘价计算，金石投资持有的神州泰岳的股份市值为2.16亿元，持有的机器人的股份市值为2.4亿元。这两笔投资为金石投资带来的收益超过4亿元。而中信证券两个公司收取的保荐承销费合计仅1.1亿元。显然直投业务给中信证券带来的利润远比保荐承销业务要可观很多。

机器人在两次首发申请申报过程中，一直是由中信证券保荐的。而神州泰岳在首次申报中小板IPO被否后，将上市保荐机构从东方证券更换成了中信证券。但金石投资入股两家公司均发生在第一次申报被否并且确认中信证券为保荐机构之后。

中信证券的直投业务伴随着首批创业板公司的上市而引起了舆论的关注，随之而来的就是对"保荐+直投"模式与"突击入股"的争议。

投资拟上市公司一直是国际投行的基本业务之一，在承销股票发行之前，用自有资金先行入股，也可以体现投行已经进行了充分的尽职调查，并愿意用自有资金承担风险；如果尽职调查不充分，或者公司存在问题不能被及时解决，公司不能上市则投行损失也会很大。

中国投行在国内执行业务时，有时也会遇到拟发行人在上市前需要融资的情形，但囿于政策限制一直无法在IPO之前进行直接投资。2007年9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

月证监会启动了证券公司直接投资业务试点，允许部分证券公司设立专门的子公司从事直接投资业务，可以投资非上市公司。金石投资就是在2007年政策放开后中信证券设立的直投子公司，除中信证券外，广发证券、国信证券、平安证券等10家券商也陆续设立了直投子公司。2009年4月，证监会进一步放开了证券公司直投业务的试点范围，可以从事直投业务的证券公司数量进一步提高。

证监会《证券发行上市保荐业务管理办法》规定："保荐机构及其控股股东、实际控制人、重要关联方持有发行人的股份合计超过7%，或者发行人持有、控制保荐机构的股份超过7%的，保荐机构在推荐发行人证券发行上市时，应联合一家无关联保荐机构共同履行保荐职责，且该无关联保荐机构为第一保荐机构。"在机器人这个案例中，金石投资持有机器人的股份比例恰好控制在6.96%，低于7%，因此可以同时作为该项目的保荐机构。

舆论质疑的焦点是：保荐机构的直投子公司投资了拟上市公司后，在巨大的利益前，保荐机构会可能会失去独立性，并且有为拟上市公司隐瞒不利于上市事项的动机。

某种程度上，舆论的此项质疑具有一定的合理性，在A股市场只要IPO能够成功，除非入股价格奇高，在IPO之前持有的非上市公司股份（俗称原始股）在上市后的价值大多都会有较大增幅；而在巨大的利益面前，本来就是成功了才可能赚钱的保荐机构就有更大的动机不惜代价确保项目成功以获取暴利。而利益确实会影响独立性，也会影响风险偏好。

在证监会允许证券公司开展直投业务后，市场上也出现了另一种情形，已经完成上市前准备工作的发行人，在上报之前被保荐机构要求接纳其直投公司入股，否则就会以各种理由拖延上报。

为了规范直投业务，证监会于2011年7月出台《证券公司直接投资业务监管指引》，对证券公司和直投子公司之间的独立性做出了更详尽的规定，并明确规定"担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的，自签订有关协议或者实质开展相关业务之日起，公司的直投子公司、直投基金、产业基金及基金管理机构不得再对该拟上市企业进行投资"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一规定出台后，马上有业内人士说，上述规定只是文字游戏，因为被叫停的是“保荐+直投”的模式，而“直投+保荐”的方式却依然默许，两者的区别仅在于收益时间的长短，无法杜绝此前广受诟病的利益输送问题。[一]

证券业协会在2011年11月出台了《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉有关要求的通知》，进一步细化了相关要求，堵住了某些公司试图在操作“直投+保荐”的具体手法上钻空子的念头。

一年后证券业协会再次制定了《证券公司直接投资业务规范》，并于2014年修订了一版，进一步规范证券公司的直投业务。总体而言，中国证券公司的直投业务与其他PE机构相比，还发展得不够成熟，在“保荐+直投”的快钱赚不了之后，如何做到专业化还在进一步摸索中。

与“保荐+直投”模式属于国际惯例不同的是，“突击入股”受到的质疑更大。金石投资在2009年6月才入股神州泰岳，7月就申报创业板，10月底就成功上市了。尽管锁定期有36个月，在神州泰岳上市3年后才可以在二级市场流通，但不到2800万的投资4个月升值到接近2.2亿足以吸引媒体的眼球，“一夜暴富”“利益输送”等指责频现媒体。

但是，投资是投资人的权利，投资人在何时进行投资、拟上市公司何时愿意接受投资，是拟上市公司与投资人自己的事情。只要在投资过程中不存在胁迫或利益输送，无可指责。因此，“突击入股”看起来像是投机主义的做法，这一行为本身却并不违法。

当年软银投资怡亚通[二]也是在怡亚通向证监会申报IPO之前几个月，力助怡亚通上市，媒体却没有大加指责。对保荐机构突击入股进行指责也缺少合理依据，更多是从“暴富”“突击”的角度来表示“羡慕嫉妒恨”式的不满罢了。

只不过能在如此精准的时点介入拟上市公司，人们想当然地会觉得这背后是不是有什么利益输送，会不会有股份代持的问题。而这些确实是监管层需要调查和监管的重点。

在舆论压力下，证监会于2010年4月对“突击入股”现象进行了规

[一] 参见理财一周报2011年8月19日文章：《管不住的券商直投：换汤不换药》。

[二] 见本书第4章“怡亚通：另类公司登陆A股市场”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

范，并未禁止突击入股，而是对突击入股事项的披露提出了更高的要求："对于申报前六个月发生增资或转让的，需提供专项说明，具体包括：增资原因、定价依据及资金来源、新增股东的背景；是否存在委托、信托持股等情况；新增股东与控股股东、实际控制人、中介机构等是否存在关系；新增股东对于公司未来发展能发挥什么作用等。"以更充分的信息披露对应媒体的质疑，体现了证监会监管理念的进步。

探路者
服装企业如何登上创业板

搭上创业板首班车

在首批创业板上市公司中，还有一家公司引人关注。这家公司自称属于新兴的"户外用品行业"，其主要产品为户外服装、户外功能鞋及户外装备。但公司的销售额的75%以上都是服装和鞋，虽然有部分产品是户外装备这样的新鲜玩意儿，市场依然将其归类于"纺织、服装行业"。这家公司就是北京探路者户外用品股份有限公司（探路者）。

对于所谓的"自主创新型"创业板企业，投资者和媒体期待的是高科技企业或者新模式企业，而一家做服装连锁的企业竟然也来创业板上市了。尽管产品是户外服装鞋帽，但那只是用途上与日常服装有些差异罢了。

就成长性而言，探路者确实非常抢眼，符合创业板上市标准：公司2006～2008年的净利润分别为314.76万元、1095.95万元和2546.55万元，年复合增长率高达184%。且2009年度依然保持高增长，未上市前披露的2009年中报业绩已达1884.72万元，上市后2009年年报公告全年实现净利润4403.4万元，业绩增长惊人。

作为首批创业板公司，且拥有快速成长的历史和被广为看好的发展前景，尽管是纺织服装行业公司，探路者依然受到了投资者的热烈追捧。网下申购超额认购倍数达到了117.53倍；发行市盈率53.1倍，位列首批10家公司第5位。而已上市的同行业可比公司市盈率平均值才41.85倍。公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司上市首日收盘价涨幅152.88%，仅次于金亚科技和安科生物。

上市后的探路者也不负投资者厚望，业绩保持持续快速增长，至2013年度已经实现净利润2.49亿元，从2009～2013年业绩增长465%，复合增长率超过33%。股价也从首日收盘价50.07元涨到2014年年末的复权价142.1元，最高曾到达过170元的高点，总市值也达到了近百亿元。

后无来者

探路者在创业板的成功，极大激励了原本认为自己不符合创业板定位的公司去申请创业板上市。由于创业板上市初期市盈率明显高于中小板，审核速度也明显快于中小板，再加上保荐代表人签字通道紧张问题持续存在，当时有些保荐机构内部甚至要求只要能报创业板的就去创业板，各行各业的大量成长性良好的公司涌向证监会创业板部。

证监会不得不正视创业板的定位问题，同时期媒体也高度关注创业板，到底什么样的企业适合上创业板成为一个舆论广泛讨论的问题。

经过反复研究，证监会于2010年3月19日出台了《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》，提出了九大推荐行业“保荐机构应重点推荐符合国家战略性新兴产业发展方向的企业，特别是新能源、新材料、信息、生物与新医药、节能环保、航空航天、海洋、先进制造、高技术服务等领域的企业，以及其他领域中具有自主创新能力、成长性强的企业”。

同时也提出了谨慎推荐的行业，对“纺织、服装；电力、煤气及水的生产供应等公用事业；房地产开发与经营，土木工程建筑；交通运输；酒类、食品、饮料；金融；一般性服务业；国家产业政策明确抑制的产能过剩和重复建设的行业”进行了明确限制。

证监会的上述指引对限制类行业的要求“保荐机构推荐下列领域的企业，应当就该企业是否符合创业板定位履行严格的核查论证程序，并在发行保荐书和保荐工作报告中说明论证过程和论证结论，尤其应当重点论述企业在技术和业务模式方面是否具有突出的自主创新能力，是否有利于促进产业结构调整和技术升级”，并提出“中国证监会对保荐机构的论证过程是否科学、依据是否充分、结论是否合理履行专家评议程序，根据评议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

意见决定是否受理该企业的申请”。但实践中，试图“闯关”的限制类行业的公司都被劝退了，所谓专家评议程序从来就没有举行过，甚至专家组都没有成立过。

由于上述指引出台之前，已经有一部分指引限制行业的公司申报了创业板并获得受理，证监会同意已经受理审核的公司可以在会转中小企业板审核，而不用撤回重新申报。但在《指引》发布之后相关限制行业的公司的创业板首发申请就不再受理。

与探路者相似的、成长性很好的服装连锁企业搜于特和海澜之家都曾经申请在创业板上市。不同的是，搜于特于2010年2月25日向创业板部递交了申请文件并于3月4日获得了受理，而海澜之家上报首发申请时，上述指引已经出台。

最终搜于特从创业板转到了中小企业板，并于2010年10月在中小企业板挂牌；而海澜之家则是由创业板部收下了申请材料，但再三考虑后最终没有受理。于是海澜之家只得重新接受上市辅导，并在补充了经审计的2010年一季报后，于2010年6月转为申请中小企业板上市。

因此，在截至2014年12月31日的总计407家创业板上市公司中，探路者成为纺织服装类创业板公司的孤例。

在创业板运行了4年多之后，2014年5月证监会发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，对发行条件进行了一些修订，并明确废止了2010年发布的《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》，由此取消了创业板上市的行业限制，也不再刻意要求自主创新和高成长，创业板成为一个相对成熟的板块。

阳普医疗、金龙机电
破百的发行市盈率如何炼成

股价是对未来业绩预期的反映

2009年12月8日，继第一批28家公司成功挂牌上市后，又有8家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创业板公司刊登了招股意向书。自10月30日第一批创业板公司登陆资本市场之后，已经有一个多月没有创业板公司发行了，于是，这8家创业板公司的发行受到了市场强烈追捧，平均发行市盈率达到了惊人的83.59倍。这其中最令人瞩目的是广州阳普医疗科技股份有限公司（阳普医疗）和金龙机电股份有限公司（金龙机电）两家公司，发行市盈率分别高达108.7倍和126.67倍——这是中国A股历史上首次出现超过百倍市盈率发行的公司。

这两家公司是何方神圣？发行市盈率为何会超百倍？

阳普医疗是国内真空采血行业的龙头企业，主要产品为第三代真空采血系统。2006～2008年，公司净利润分别为834万元、1319万元、2046万元。

金龙机电注册地在浙江温州，是专业从事超小型微特电机研发、生产、销售的企业，国内手机用微特电机市场规模最大的内资企业，在全球手机用微特电机市场排名第六。2006～2008年，公司净利润分别为1085万元、1552万元、2668万元，并且公司公布了2009年的盈利预测，预计净利润为5588万元。

从招股意向书披露的情况看，阳普医疗和金龙机电确实属于成长型较好的公司，行业地位和行业前景也都不错，但真的值得给出百倍市盈率的高估值吗？

通过对公开披露文件的分析，发行市盈率超过百倍，主要原因是机构报价时参考的是公司未来的预期市盈率，而发行市盈率的计算口径则是发行前一年的盈利情况。

股价是对公司未来业绩的反映，所以机构投资者在估值时，并不太会看重公司过往的业绩表现，更多关注的是公司预期业绩。第三批创业板发行时，已经到了2009年12月，2009年度的经营业绩已经基本可以确定，机构投资者在报价时，更多关注的是公司2009年度实现的净利润和2010年度预计实现的净利润，按照这个口径计算的市盈率进行报价；而在发行公告进行信息披露时，按照证监会相关规定，是按照上一年度已经审计的净利润（也就是2008年的净利润）计算发行市盈率。

如果当年预期利润较上年度已经实现的净利润增幅较大，则机构的报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价结果按照当年利润水平计算的预期市盈率可能并不高，但披露的发行市盈率就会很高了。

这也是为何高发行市盈率发行往往出现在4季度和1月的原因。2月以后，企业通常已经确定了最近一年的业绩，机构报价参考最近一年的业绩而不是未公布的未来业绩，与发行市盈率计算公式中使用的净利润口径统一，因此发行市盈率就恢复到正常水平。

从数据来看，2009年12月～2010年2月初发行的82家公司平均市盈率为66.51倍，而更新了2009年报数据后发行的前41家公司（截至2010年3月底完成发行）平均市盈率仅为49.73倍。2010年12月～2011年1月底发行的70家公司平均市盈率为74.25倍，更新了2010年报数据后发行的前52家公司（截至2011年3月底完成发行）平均市盈率为56.19倍。

具体到阳普医疗和金龙机电的情况：

阳普医疗2008年度实现扣非净利润为1669万元，发行后总股本为7400万股，发行后每股收益为0.23元，发行价为25元，按照2008年扣除非经常性损益后净利润计算的发行后市盈率为108.7倍。但是，在阳普医疗询价阶段，主承销商国信证券向机构投资者提供的研究报告中对阳普医疗2009年度的业绩做了预测，根据国信证券研究报告的预测，阳普医疗2009年度将实现净利润2886万元，每股收益达到0.39元。按照0.39元的预期每股收益计算，阳普医疗的发行市盈率则会下降到64.1倍。

金龙机电2008年度实现扣非净利润为2194万元，发行后总股本为14 270万股，发行后每股收益为0.15元；发行价为19元，按照2008年扣除非经常性损益后净利润计算的发行后市盈率为126.67倍。但是，在金龙机电招股意向书披露的同时，还披露了深圳鹏程会计师事务所出具的盈利预测审核报告，根据盈利预测报告的预测，金龙机电2009年预计将实现净利润5588万元，每股收益将达到0.39元。按照0.39元的预期每股收益计算，金龙机电的发行市盈率将会下降到48.72倍。

由此可见，因为2009年的业绩较2008年度大幅增长，发行的时间又恰好是在年底，机构报价参考的预测净利润远高于发行前一年净利润，导致了破百的发行市盈率的诞生。如果阳普医疗和金龙机电的发行时间在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2010 年 2 月披露了 2009 年度报告之后，那么发行市盈率的计算公式将采用 2009 年净利润数据，发行市盈率将大幅下降，而不是令媒体震惊的超过百倍市盈率的数据了。

股价也是市场态度的反映

行业市盈率整体偏高也是阳普医疗和金龙机电发行市盈率偏高的原因。根据阳普医疗《首次公开发行股票并在创业板上市发行公告》披露，询价截止日的可比上市公司按照 2008 年扣非净利润计算的市盈率平均值为 100.7 倍，阳普医疗发行市盈率只是略高于行业平均市盈率。

而金龙机电同口径可比上市公司按 2008 年利润基础计算的市盈率平均值为 51.43 倍，按 2009 年预期业绩的可比上市公司市盈率平均值为 40.3 倍。因此，以 2009 年预期业绩计算的市盈率做参照，金龙机电的预期市盈率为 48.72 倍，也只是略高于行业平均水平。作为成长性较高的公司，获得比行业平均水平较高的估值也是可以接受的。

首批创业板公司上市后受追捧，则是阳普医疗和金龙机电发行市盈率偏高的第三个重要原因。首批 28 家创业板上市公司上市首日收盘价较发行价平均涨幅高达 106.23%，市场对创业板公司追捧有加。时隔一个月，新一批创业板企业发行时，询价机构们的报价显得更高了一些。阳普医疗有 125 家询价对象的 273 个配售对象参与报价，报价区间为 14.75 ~ 36 元，平均价为 25.35 元、加权平均报价为 25.38 元、中位数为 25 元，最终定价 25 元价位的认购倍数为 147.69 倍。金龙机电则有 102 家询价对象的 176 个配售对象参与报价，报价区间为 10.5 ~ 30 元，平均价为 19.24 元、加权平均价为 19.16 元、中位数为 19.09 元，最终定价 19 元价位的认购倍数为 67.98 倍。从询价机构的报价统计来看，询价机构给出的价格偏高，但阳普医疗和金龙机电的发行定价客观反映了询价机构对公司股票的态度。

2009 年 12 月 25 日，百倍市盈率发行的阳普医疗和金龙机电成功上市。阳普医疗开盘于 35.02 元，最高涨至 40 元，收盘于 33.99 元，首日收盘涨幅 35.96%；金龙机电开盘于 30.9 元，最高涨至 32.88 元，收盘于 28.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，首日收盘涨幅47.89%。而本批次上市的8家创业板首日收盘平均涨幅仅45.21%，远逊于首批创业板超过100%的平均涨幅，显示了市场对高价发行的反应。

上市之后，两只股票双双呈现几乎单边下行走势：阳普医疗2010年2月1日就险些破发，后面虽有所反弹但到2010年6月30日最终破发，直到2014年1月公司股价才再次回到上市首日最高价之上；金龙机电也在2010年2月3日下跌到了21.37元，经过短暂反弹后于5月17日即宣告破发，直到2013年5月公司股价才再次回到上市首日最高价之上。

率先突破百倍市盈率的两家公司给投资者带来的，并不是很美好的回忆。

华谊兄弟
影视公司如何玩转资本市场

开创明星入股先河

没有一家公司上市时能引起如此的全民八卦，连投行人士也都顾不上学习招股说明书中的其他专业信息，而是跟老百姓一起津津乐道那些入股的大明星身价翻了多少倍，他们又会不会亲自参加路演等诸如此类的事情。这就是华谊兄弟上市时的状况。

之前大家都没有想过原来影视公司也能在A股上市，华谊兄弟为文化产业打开了资本市场的想象空间。

其实创业板推出前，华谊兄弟要上市的消息就在资本市场传了些日子。2008年5月5日，《投资者报》报道了华谊兄弟要上市的消息，当时文章关注的焦点是公司的上市地问题，因为此前民营的娱乐公司都会考虑境外上市，例如，2007年5月3日橡果国际在美国纽约证券交易所上市；2007年11月1日橙天娱乐借壳嘉禾娱乐，在中国香港联交所上市。

从华谊兄弟外部融资的历史来看，华谊兄弟也确实考虑过在海外上市。根据网易科技2009年的报道，华谊兄弟曾进行过三轮私募融资，融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资对象分别是2000年太合集团，2004年TOM集团，以及2005年马云控制的中国雅虎。

华谊兄弟与太合控股有限责任公司各出资50%设立的合资公司拍摄了多部电影，在2006年《夜宴》拍摄完毕后淡出影视业务，已于2008年9月24日注销，可见双方合作已经终止。

TOM集团有限公司参与华谊兄弟的资本运作是在2004年入股华谊兄弟实际控制人王中军和王中磊在英属维京群岛设立的华谊国际控股（BVI），当时的考虑应该是华谊兄弟日后有可能在境外上市。从2006年TOM集团对BVI公司股权转让和日后BVI公司注销的情况来看，华谊兄弟自2006年起就已经考虑在境内上市了。

华谊兄弟的财务总监曾对媒体表示："华谊兄弟的业务重点仍在国内，所以不宜到境外上市。而且，境外上市的成本通常为国内上市成本的两三倍。从财务数据上看，华谊兄弟完全达到了发行上市条件。但由于公司规模相对较小，盈利模式也很新，在主板上市比较困难。"

当时就有市场传言华谊兄弟最合适的选择是即将推出的创业板。媒体报道称2008年3月24日《创业板规则征求意见稿》刚发布时，深交所组织了13家企业召开座谈会，而华谊兄弟是其中最为有名的一家。

根据《投资者报》2008年的报道：华谊兄弟已聘请中信建投作为上市保荐人和主承销商，有关律师、会计师等也已常驻公司展开调查。公司预计最快可在今年（2008年）6月向证监会提交上市材料，而最终的上市日期将在年底或明年年初。

2008年6月17日，《上海证券报》也报道了华谊兄弟的上市进程：华谊兄弟传媒集团总裁王中磊向上海证券报透露，公司正由毕马威为其进行财务审计，进程非常顺利，预计最快将于今年（2008）年底登陆深圳中小板。华谊兄弟计划通过此次IPO融资约2亿美元，主要用于内容生产、渠道建设和广告经营三项主业。2008年8月，媒体上又有报道称华谊兄弟打算在主板而不是中小板上市，目的是为了募集更多的资金。

最终，华谊兄弟并没有出现在中小板排队申请的行列里；2009年创业板推出，华谊兄弟当仁不让地成为第一批挂牌公司。

华谊兄弟在境内上市的主体是浙江华谊兄弟影视文化有限公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2005 ~ 2007 年引入了一些外部投资者，但没有 PE 和 VC 的身影。综合华谊兄弟的招股说明书和提交给证监会的股本演变情况说明来看，2006 年以后，华谊兄弟考虑国内上市，实际上公司并不缺钱，引入的投资者是马云、江南春等实业家兼资本家，他们自己的业务能与华谊兄弟的业务产生互动，并且给华谊兄弟带来资本运作的经验。

而在 2007 年 11 月，华谊兄弟更是开创了明星入股 A 股上市公司的风潮，一举邀请了十几位导演及演员入股华谊兄弟，第一批入股的名单里包括著名导演冯小刚和张纪中，分别以 151.48 万元和 113.61 万元的价格取得了约 3% 和 2.27% 的股权。而演员李冰冰则以 18.93 万元的价格取得了不到 0.4% 的股权。华谊兄弟此举是为了以股权激励的方式"绑定"这些明星。

2008 年华谊兄弟变更为股份有限公司之后，又引入了 62 名自然人股东，这其中包括公众熟悉的明星黄晓明。在明星们都还看不清楚入股华谊兄弟能有多少收益的情况下，黄晓明出资 540 万元取得 180 万股，成为华谊兄弟的演员股东中持股最多的一人。日后华谊兄弟上市，按首日收盘价（70.81 元）计算，黄晓明持有的股份市值达到 1.3 亿元。而比他更早、以更便宜价格入股的李冰冰、任泉等明星则慨叹"买少了"。

这些影视明星本来身价就很高，一年收入上千万很正常。但华谊兄弟的上市让大家意识到，原来明星介入资本市场后还能更加迅速的暴富。

华谊兄弟上市后，有越来越多的影视公司相继登陆 A 股市场，如光线传媒、华策影视、长城影视、唐德影视、欢瑞世纪等。A 股也诞生了越来越多的明星股东，他们的共同特点是入股成本不高，入股时机准确，公司上市后获利少则数百万，多则上亿元。

不过，当年华谊兄弟给明星股权激励的初衷却并没有达到。华谊兄弟上市仅一年，黄晓明就离开了华谊兄弟，创办了自己的工作室。当然，除了名气和财富，他在华谊兄弟最大的收获应该是投资之道。

玩转资本市场

华谊兄弟上市得到了机构的热烈追捧，募集资金总额达到了 12 亿元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除去发行费用后相比原来计划的募集资金量，超募了约5.28亿元。

有钱了之后就可以“任性”了，华谊兄弟迅速地进行了一系列并购交易和投资，收购或投资了多家音乐、游戏、影视公司，看得人眼花缭乱。

2010年华谊兄弟斥资6355万元100%收购了由王中军和王中磊两位实际控制人参股35%的北京华谊兄弟音乐有限公司（华谊音乐）。华谊音乐被收购时还是一家亏损公司：2009年亏损约1100万元。公司承诺2010年实现税后净利润不低于385万元，2011年、2012年实现税后净利润不低于660万元。

同年，华谊兄弟还以7000万元收购了北京华谊巨人信息技术有限公司的控股权。这家公司是为了此次收购专门成立的项目公司，除华谊兄弟持有51%的股权外，上海巨人网络科技有限公司持有34%股权，上海巨焱网络科技有限公司持有15%的股权。该公司的业务实际上就是一款游戏产品:《万王之王3》。

类似的千万元级别的交易在华谊上市后不在少数，华谊兄弟参股了大量境内外的影视、音乐、传媒公司，打开了文化产业在资本市场的想象空间。当然，华谊兄弟也进行了一些大手笔动作。

2013年，A股市场刮起了游戏公司收购热潮，华谊兄弟耗资6.7亿元从腾讯公司和几名自然人手中收购了游戏公司银汉科技50.88%的股权。

此外，华谊兄弟最成功的一单投资是2010年参股北京掌趣科技有限公司（“掌趣科技”）。华谊兄弟投资约1.5亿元购入了掌趣科技22%的股权，成为掌趣科技第二大股东。当年掌趣科技就完成了股改，启动了上市计划。2012年5月，掌趣科技成功在A股上市，华谊兄弟持有2574万股，按上市当日收盘价24元计算，华谊兄弟所持股份的市值达到6.17亿元，是原始投资的四倍左右，用了不到两年的时间。

这几年最吸引媒体关注的华谊兄弟的一项投资，是其购买张国立实际控制的浙江常升影视制作有限公司（“浙江常升”）。

2013年华谊兄弟通过全资子公司浙江华谊兄弟影业投资有限公司以2.52亿元的价格收购浙江常升70%的股权。然而这个交易结构的设计却引发了公众的热烈讨论。

浙江常升是为了本次收购而专门设立的一家公司，成立只有三个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而2.52亿元的收购款，有1亿元作为现金支付给张国立，另外1.52亿元则支付至一个监管账户，该监管账户里的款项只能用于购买王中军和王中磊持有的华谊兄弟的股票。同时，所购买的华谊兄弟的股票锁定三年。

这一交易结构设计被舆论解读为王中军和王中磊通过与张国立交易的方式，变向套现自己所持有的华谊兄弟的股票，有人甚至认为这个交易本身就是为套现而虚构的，张国立只是个幌子。否则的话，上市公司为什么不采用定向增发的方式收购呢？

迫于舆论的压力，华谊兄弟不得不公告修改了交易结构。最后的方案是：张国立公司在获得股权购买款之后，不再从王中军和王中磊处购买华谊兄弟的股票，而改为从二级市场购入华谊兄弟股票，锁定期三年不变。

客观来看，张国立是著名的演员和导演，华谊兄弟愿意花2.52亿元购买这家装入张国立全部业务影视业务的项目公司，实际上是对张国立个人品牌和其影视制作能力的认可。因此，收购浙江常升并不是收购一家空壳公司，虽然这是一家新设立的公司，但这家公司的核心资产实际上是张国立本人。

直接一次性支付全部款项给张国立显现是不现实的，就如同当年给黄晓明等明星购买原始股的机会一样，留住人才是华谊兄弟收购成功的关键。因此，一半以上的股权购买权被限定为由张国立购买华谊兄弟的股票并设定锁定期，实现双方利益的长期绑定。

当然，直接从王中军和王中磊两人手中购买华谊兄弟的股票确实有套现嫌疑，广大投资者的呼声发挥了作用，交易方案得到了修改。当然这两位实际控制人对媒体的解释也没有错——交易本来就是你情我愿的事。即使套现，也是股东的权利，市场不看好的话，完全可以用脚投票。

尽管王中军、王中磊、马云等几位主要股东都相继在二级市场上减持了华谊兄弟的股票，但华谊兄弟的股价不降反升。通过一系列的资本运作，华谊兄弟的市值一路走高，截至2015年3月20日，公司复权后的股价已经达到了235.57元。华谊兄弟当之无愧地成了近几年来资本市场文化产业繁荣的引领者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梦想与浮沉

第 7 章 2010 年

新股发行的盛宴

2010 年是这十年来 IPO 发行的一个大年，全年共发行新股 347 家，募集资金总额 4883 亿元，超越了 2007 年 4470 亿元的 IPO 融资纪录，创造了 A 股的历史。

相应地，这一年的 A 股 IPO 市场涌现出了非常多有趣的案例，本章节也是本书中案例最多的一个章节。

苏州恒久和胜景山河成功发行完毕后，在挂牌敲钟前因媒体质疑导致 IPO 在临门一脚被叫停，保荐制能否有效防范造假上市再起争议；高德红外和星网锐捷在发行期间也被突然叫停，但虚惊一场二次发行终于上市。

碧水源募集资金 25.53 亿元、海普瑞募集资金 59.35 亿元各自创下创业板和中小板的募集资金规模纪录，过多的募集资金低效使用受到了舆论关注。

汉王科技和超日太阳的命运都与行业发展的周期息息相关，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管上市的时点决定了它们登陆资本市场的募资规模，但最终决定企业命运的，还是行业大环境下企业的自身竞争力。

全年重头戏当属农业银行发行，这只A股历史上最大规模的IPO成功募集资金685.3亿元，维护股价稳定期间每天交易呈“织布机”走势成为A股奇观。

2010年全年共有28只新股首日收盘价跌破发行价，新股破发潮也引发了舆论对定价规则合理性的关注。证监会推出了新一轮的新股发行体制改革，但日后的发行实践证明，行政调控无法战胜市场调控的“无形之手”。

这一年347家发行、近5000亿规模的融资总额，也给中国的投资银行带来了前所未有的盛宴，成为中国投行人最难忘的一年。

蓝色光标
创业板重组专业户

带着并购基因上市

北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司（蓝色光标）被称为A股“公关公司第一股”。公司所处的公共关系行业是一个并购频发的行业，全球公共关系行业以平均每周收购一家的速度不断扩张。

行业标杆企业、世界传播巨头WPP集团[㊀]就是通过持续不断的并购发展壮大起来的。WPP集团自诞生起，就着力资本运作和并购，逐渐从一家与营销传播完全不相关的小公司（其前身为生产购物车的公司），成长为世界顶级的营销传播集团。而在整个过程中，这家公司只做两件事情：寻找有价值的收购对象，然后收购它。WPP的并购速度之惊人超乎常人想象，根据英国《金融时报》报道，仅2012年上半年，WPP集团在21个国家进行了不下40次收购，近乎每周两次。

㊀ WPP集团：公司全名为Wire & Plastic Products Group，英国的一家广告和公关服务跨国公司，是全球最大的广告传播集团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个不为公众所知的信息是，在上市之前，蓝色光标曾经接到过 WPP 集团的收购邀约，蓝色光标的创始人也一度考虑将公司出售给 WPP 集团。创业板的如期推出使得蓝色光标创始人放弃了出售计划，转而在 A 股上市，一颗 A 股市场上璀璨的明星才没有就此埋没。

可想而知，在这个行业中成长起来的蓝色光标，是一家具有并购基因的创业板上市公司。甚至在上市前，蓝色光标就已经开始效仿 WPP 集团，启动了收购的步伐。

2008 年 4 月，在蓝色光标启动上市进程、改制成为股份有限公司后不久，公司斥资 1800 万元收购了北京博思瀚扬企业策划有限公司 51% 的股权，并约定在其后 4 个年度分步收购剩余 49% 的股权。

在收购基准日，博思瀚扬及下属 3 家子公司净资产总额仅有 387.44 万元，博思瀚扬到 2008 年年底实现净利润也仅 215.52 万元。蓝色光标自身 2007 年末净资产尚不足 7000 万元，竟然有魄力斥资 1800 万元购买一家微利公司 51% 的股权。

蓝色光标并没有在招股说明书中透露收购博思瀚扬的理由，只是充分披露了收购的过程、作价以及相关协议。博思瀚扬拥有包括微软、摩托罗拉、诺基亚、索爱、三星、IBM 等在内的众多优质客户，可能是蓝色光标给出高溢价的原因。

在申请 IPO 的过程中收购一家公司，这种情形在 A 股极其罕见。由于 IPO 审核周期较长，并且证监会在审核过程中对报告期内新收购的公司会给予特别关注，从而延长审核时间，因此，绝大部分拟上市公司为了尽快完成上市工作，即使有合适的并购标的，也会等上市后再进行收购。但蓝色光标出于自身发展战略需要的考量，并没有因为申请 IPO 而暂缓收购进程。

上市之后的蓝色光标更是狂飙突进，从 2010 年起，共实施了十数笔并购，并购范围不断扩张，从国内到海外。

蓝色光标的董秘许志平说：“全球前五大营销集团，每家下面都有多个品牌。我觉得就是五大串葡萄。”葡萄串这一比喻在各种场合都被蓝色光标的高管们不断提及，在蓝色光标这株葡萄藤上挂着的一粒粒葡萄，就是这几年来不断收购的公司。这一比喻也形象地诠释了蓝色光标的并购理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

念："并购不整合"。

传统意义上认为，并购不整合就等于拼盘利润，上市公司并没有能够真正控制住被并购公司，也难以发挥并购的协同效应。但在公关行业，业务的特性决定了同一家公共关系公司不能同时服务于两家具有直接竞争关系的客户。被收购的新品牌公司一般不会被整合，收购方仅从股权关系上对被收购方给予控制，被收购原品牌仍旧保留，独立运作，各自服务原有客户。从控股集团的角度来看，就像是把这些单独运作的公司像葡萄一样串在一起，整体市场份额和客户数量都大大增加了。

此外，公关行业公司的核心资源是人。失去了核心人员，只剩一家空壳公司没有意义。给予核心人员更大的独立性和自主权，给予更好的激励措施，让核心人员为公司所用，就可以给公司带来巨大的价值。传统行业并购后的整合，更多的是整合人力资源，不停并购不停整合，可能导致人才之间出现矛盾甚至人才的流失。对于严重依赖人才的公关产业来说，整合反而可能会导致并购失败。

并购驱动增长的利弊

通过并购的资本运作手段，蓝色光标在A股市场上实现了跨越式发展：上市公司的业务范围拓展到包括公共关系服务、财经公关、房地产广告、户外广告、互联网广告等领域；净利润从2009年度的4845万元增长到2014年度的7.12亿元；而公司市值从上市首日的32亿元增长到了2014年年末的204亿元，其间峰值超过310亿元。

由于蓝色光标具有持续并购的预期，A股市场给予其较高倍数的市盈率；而用较高市盈率的股票购买较低市盈率估值的公司，尽管标的估值不菲，但对于蓝色光标股东来说依然会增厚每股收益，股价则继续上涨。

以公司2011年发行股份收购今久广告和2013年发行股份收购博杰广告为例。

2011年7月，蓝色光标公告以现金和新发股份收购今久广告100%股权，作价4.35亿元。今久广告的股东承诺2011年度公司净利润不低于4207万元，公司估值为2011年预计市盈率的10.34倍。但蓝色光标收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今久广告的发行价为30.57元，折算2011年预计市盈率为33.97倍。以超过30倍市盈率的股票收购10倍市盈率的公司，对蓝色光标的股东来说显然是很划算的。

2013年4月，蓝色光标公告以现金和新发股份收购博杰广告89%股权，作价16.02亿元（博杰广告总估值为18亿元）；博杰广告的股东承诺2013年净利润不低于2.07亿元，公司估值为2013年预计市盈率的8.7倍。但蓝色光标收购博杰广告的发行价为28.69元，按照2012年净利润计算的市盈率为46倍市盈率。博杰广告自身的利润规模与收购前蓝色光标的利润规模接近，对博杰广告的估值已经超过了蓝色光标2012年年末的净资产。但蓝色光标只付出了3.78亿现金㊀加上4886.72万股作为对价，而4886.72万股仅占到蓝色光标发行前总股本的12.31%。当然是非常划算的交易。

这两个收购方案公布后一个月内，蓝色光标的股价均上涨了超过30%，且在之后一段时间内持续上涨。

持续不断的并购就没有潜在风险吗？当然不是。

并购并非没有隐患，黑天鹅事件也出现在了蓝色光标的并购发展历程中。2015年4月10日，蓝色光标发布重大事项公告，称公司境外参股子公司Huntsworth对其控制的两家子公司Citigate和Grayling进行了商誉减值，减值金额合计7150万英镑，造成其2014年度亏损为5617.2万英镑。蓝色光标因持有Huntsworth 19.85%股权，导致公司第一季度确认受商誉减值影响的投资损失1.29亿元人民币。蓝色光标一季报亏损额为1.04亿元。

这一事件让很多人质疑蓝色光标的并购驱动成长策略忽视了潜在的风险，更有媒体文章称“一旦并购增业绩的神话落幕，巨额商誉减值必将吞噬蓝色光标多年业绩”㊁。

并购商誉减值是否真的这么可怕？也许仍然只有对标WPP集团才能找到答案。

2014年WPP集团收入115.28亿英镑，年末总资产267.53亿英镑，净资产78.27亿英镑，而商誉则高达99.79亿英镑，超过了公司的净资产，

㊀ 本次收购支付现金2亿元，在本次收购之前蓝色光标已经用1.78亿现金收购了博杰广告11%的股权。

㊁ 2015年第25期《证券市场周刊》文章《商誉减值海啸》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

占公司总资产的37.3%。当年确认的商誉减值只有1700万英镑。实际上WPP集团近30年的并购历史上，累积的商誉减值也只有不到6亿英镑，与近100亿英镑的总体商誉相比，显得微不足道。

而蓝色光标2014年年末总资产为113.7亿元人民币，净资产46.4亿元人民币，商誉为20.95亿元人民币，商誉占公司总资产的18.4%，在Huntsworth黑天鹅事件之前，2014年公司商誉减值仅为汇率折算所致，总额为1423万元人民币。

以商誉总额巨大得出未来商誉减值必然吞噬公司多年业绩的结论在逻辑上并不周全，否则WPP集团今天已经不复存在。纵观WPP集团的发展路径，其并非没有遇到的低谷，但不是因为商誉减值，而是因为并购产生的大量债务导致公司在历史上出现了债务危机。债务风控成了WPP集团确保经营稳定的首要目标。

商誉减值并没有成为WPP集团发展过程中的重大风险，这得益于公司对于并购商誉的超强管理能力，即对所并购标的审慎选择和并购后的管理能力。

针对这次黑天鹅事件本身而言，Huntsworth正值新CEO上任，不排除新的CEO对公司过去的业绩进行“洗大澡”，一次性计提商誉减值，使得以后年度能够“轻装上阵”。只要公司本身业绩稳定，便不会对未来的市场预期造成太大影响，反而为日后的业绩提升预留了空间。

未来蓝色光标继续对标WPP集团，不仅限于以并购驱动发展这一战略本身，而是扩展到对标WPP集团对于交易架构的设计、并购标的风险的把控以及并购后的整合管理能力上。由此才能在资本市场上长盛不衰。

汉王科技
一场官司带来的八个亿

上市批文被官司拦下

2010年2月2日，汉王科技股份有限公司（“汉王科技”）刊登了招股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

意向书。这家早在 2008 年 7 月 7 日就已经通过发审会审核的公司，在等待了 574 天之后终于拿到核准批文启动发行。

尽管这超长等待期当中有 2008 年停发新股的原因，但 2009 年启动新股发行后，共有 111 家公司发行上市。与汉王科技同一天过会的博深工具和亚太股份早于汉王科技半年时间就发行上市了。即使是 2009 年当年通过发审会的公司也上市了不少，但汉王科技却迟迟没能等到批文。

导致汉王科技没能及时发行的事项是一场官司：2009 年 6 月 16 日，一家名为 ExperExchange Inc.（简称“南开越洋”）的公司向天津市第一中级人民法院提交了起诉状，起诉汉王科技侵犯其计算机软件著作权。

在汉王科技的招股说明书中披露了这起官司的始末：原告南开越洋诉称，自 2002 年起，汉王科技的“汉王 OCR SDK”软件开发工具包及多款应用软件产品中集成了原告的具有软件著作权的 OpenRTK4.0、OpenRTK6.0 两款软件，未经原告许可大量复制到软件产品中，进行销售并许可他人使用，该行为侵犯了原告的软件著作权，向法院提出判令汉王科技停止一切侵害软件著作权的行为，判令汉王科技赔偿原告经济损失 4709 万元，判令承担诉讼等费用 187.9349 万元的诉讼请求。

汉王科技在 2002 年与南开越洋签订过《RTK 软件许可协议》，汉王制造在 2006 年与南开越洋签订过《OpenRTK6.0 软件授权协议》，上述涉诉软件已应用于汉王科技部分 OCR 产品[⊖]。南开越洋认为汉王科技的核心软件开发包“汉王 OCR SDK 软件”超授权使用了其产品，侵犯了其软件著作权。

如果南开越洋胜诉，除其要求的赔偿 4709 万元以外，汉王科技其他应用 OCR 技术的产品有可能均需向南开越洋付费，或者汉王科技停止销售使用该技术的产品。这两种结果均可能对汉王科技的持续经营产生重大不利影响。

由于 IPO 发行条件要求“发行人不存在影响持续经营的担保、诉讼以及仲裁等重大或有事项”，证监会只得暂缓汉王科技的发行。

⊖ Optical Character Recognation 的英文缩写，即光学字符识别。运用该技术，只要用扫描仪、摄像头等成像方式将文本图像输入计算机，就能通过 OCR 软件技术自动将文本图像转化为文字的计算机编码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

南开越洋与汉王科技的纠纷应该早已存在，这在汉王科技的招股说明书中也可以看出端倪：2009年4月起，汉王科技就开始全面使用自主研发的英文识别核心替代与南开越洋的签约软件产品，以保证相关纠纷不会影响汉王科技未来的产品销售。

南开越洋发起诉讼的时间为2009年6月16日，这个时间应该是经过精心选择的。在此前仅仅一周，即2009年6月10日，证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，新股发行即将启动。南开越洋选择在这个时点启动诉讼，很有可能是为了延迟汉王科技IPO发行，逼迫其正面面对并解决纠纷。

2010年1月8日，天津市高级人民法院以（2009）津高立民终字第0058号《民事裁定书》认为该案受汉王科技与南开越洋签署的《软件许可协议》中仲裁条款的约束，并做出终审裁定：驳回南开越洋对汉王科技的起诉。

这是个戏剧性的判决结果，虽然汉王科技胜诉了，但侵权事实存在与否并没有定论。在南开越洋启动仲裁程序前，汉王科技迅速启动了招股说明书封卷程序，申请发行部放行IPO发行。因影响汉王科技发行的因素消失，证监会下发了核准批文。

之后发生的事情证明，在这一场纠纷中南开越洋并不占理。

在汉王科技询价完毕准备发行之时，又接到了南开越洋的《仲裁通知书》，南开越洋拟在香港启动仲裁程序。但可能是仲裁的相关资料尚未准备完毕，该《仲裁通知书》并无实质内容，汉王科技的发行也未受到影响。直到2010年7月31日，南开越洋向香港国际仲裁中心提交了《仲裁申诉书》，汉王科技于8月2日从代理律师处收到其转发的南开越洋《仲裁申诉书》。2012年1月14日，香港国际仲裁中心仲裁庭对该事项做出裁决，驳回了南开越洋的仲裁请求。2012年2月，南开越洋又向中国最高人民法院提起再审申请，最高院于2012年6月14日驳回再审申请，汉王科技与南开越洋的纠纷宣告终结。

在IPO的关键时点因诉讼而影响发行的案例不止汉王科技一家，乔丹体育于2011年11月25日通过发审会审核，正常情况下该公司将于2012年春节前后发行上市。但2012年2月NBA巨星乔丹宣称要起诉乔丹体育

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

侵权，案件于 2012 年 3 月被上海市第二中级人民法院受理，乔丹体育上市之路也因此中止，直到 2014 年年底相关诉讼仍无结果，乔丹体育的发行也只能一延再延。

福兮祸兮?

对于汉王科技来说，突如其来的诉讼虽然影响了 IPO 的时间表，但却给公司带来了意外之财。如果没有这起诉讼，汉王科技将于 2009 年 8 月完成发行，当时新股刚恢复发行，新股发行市盈率尚维持在 40 倍左右。

汉王科技 2008 年度扣非净利润 2677.37 万元，如果在 2009 年 8 月发行，就算按照 50 倍市盈率发行，汉王科技的募集资金规模也只有大约 3.35 亿元。因为南开越洋的诉讼纠纷，汉王科技的发行被迫推迟到了 2010 年 2 月，招股说明书更新了 2009 年的财务数据；汉王科技 2009 年业绩靓丽，实现扣非后净利润 6485.57 万元，较 2008 年度大幅增长 142.24%。靓丽的财报、爆发式的增长，让市场给了汉王科技高估值，最终汉王科技发行市盈率为 68.69 倍，募集资金总额 11.31 亿元。

某种意义上，可以说南开越洋起诉汉王科技，是帮着汉王科技从资本市场多拿了八个亿。

汉王科技赶在业绩巅峰期完成了发行上市，上市当年勉强保持了业绩微增，并没有出现投资者所预期的业绩持续高增长。2011 年度，受到以 IPAD 为代表的平板电脑相关市场的影响，国内电纸书市场竞争格局发生急剧变化，行业整体价格出现较大的下降，终端厂商利润摊薄并纷纷退出市场。作为国内电纸书市场的龙头企业，在市场猛烈冲击下，公司管理层对市场变化估计不足，未采取及时有效的应对措施，导致公司经营情况受到较大的冲击：2011 年整体营业收入出现较大幅度下降，亏损近 5 亿元；之后 2012 年和 2013 年持续亏损过亿，公司股价也持续下跌，投资者损失惨重。

一场突如其来的诉讼，IPO 被迫延迟，却恰巧赶在业绩增长最高点发行因祸得福，多募集了 8 个亿的资金，上市时间点真的很重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

碧水源
“耐克型”成长曲线

在2010年3月20日启动发行时，北京碧水源科技股份有限公司（“碧水源”）的董事长文剑平一定未曾想到他的公司竟然会创造创业板的募集资金纪录：总额高达25.53亿元的IPO募资总额，为创业板之最。这个募集资金规模甚至超过了多家上交所主板上市公司的募集资金规模，在2010年全年345家IPO中能排到第24位。

碧水源是一家专业使用膜生物反应器污水处理技术从事污水处理与污水资源化技术开发应用的高科技环保企业。据其招股说明书披露：“公司是目前国内城市污水处理领域MBR技术实力与综合经营实力最强的企业之一，在大型MBR项目建设方面已跻身国际先进企业行列。”

然而这样一家行业龙头、高科技环保概念、创造了创业板募集资金总额之最的企业，上市之路竟然也十分坎坷。

碧水源早在2007年6月就已经改制成为股份有限公司准备上市，2008年3月即向证监会申请在中小企业板发行上市。然而碧水源的IPO审核过程并不顺畅，除了2008年IPO停发因素外，证监会就公司的历史股权演变问题和其他问题先后提了4轮反馈意见；由于审核期限较长，还被迫补充更新了两次财务报表（2008年中期和2008年度）[1]，直到2009年6月还没能安排上发审会。

在证监会宣告创业板正式启动后，技术水平高、创新能力强的碧水源决定从中小板撤回申请转投创业板，以期赶上创业板首批上市。碧水源于7月3日召开董事会、7月18日召开股东大会，在公司和中介机构的共同努力下，创业板IPO的申报材料于7月26日送到了证监会。

但是证监会在审核过程中发现，碧水源虽然2008年净利润高于2007年度，但扣除非经常性损益后的净利润实际上是低于2007年度的，而且2009年中报实现的净利润并未达到2008年度的半数，不能确定2009年度

[1] 根据《公开发行证券信息披露格式准则第1号——招股说明书》规定，申请文件财务报表有效期为6个月，超过6个月后特殊情况可以延长1个月。因此，以2008年报作为IPO最后一期财务数据的财务申请材料到6月底就失效了，必须及时更新财务数据才能继续接受IPO审核。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

净利润是否会超过2008年度，不能满足《首次公开发行股票并在创业板上市暂行办法》中"持续增长"的条件要求，证监会提出了反馈意见之后就再次搁置了其IPO申请。

不符合创业板IPO条件而贸然"转板"的碧水源只能无奈地眼看着首批创业板公司在资本市场狂欢，两名保荐代表人还因为此次明显不符合发行条件的申报而受到证监会内部批评。

2010年2月，在更新了2009年度报告后，碧水源的创业板IPO申请才重新进入正轨。由于2009年公司实现扣非后净利润1.07亿元，较2008年度的6893万元增长了55%，较2007年度的6980万元增长53%，"成长性"明显，符合创业板要求。2010年3月5日，碧水源通过了创业板发审委的审核，并于月底顺利拿到了核准批文。

创业板IPO条件中有净利润"持续增长"的要求[㊀]，而能够连续三年业绩增长的公司并不多见，强行要求连续三年业绩增长并不符合大部分企业发展的正常规律。

证监会创业板部对"持续增长"制定了审核标准：允许报告期内中间一年的利润有所下滑，但最近一个完整会计年度的净利润要高于报告期第一年净利润；而如果最近一年的净利润只是高于中间一年，但低于报告期第一年，也是不符合业绩持续增长的条件的。这一要求被形象地为允许"耐克型"[㊁]而不允许"李宁型"[㊂]。

补充了2009年报的碧水源正是"耐克型"的代表。报告期第一年2007年扣除非经常性损益后净利润为6980万元，第二年虽然较第一年有所下降，但第三年2009年净利润远超2007年，3年净利润呈现"√"型走势，被认可符合"持续增长"的发行条件。

具有讽刺意味的是，很多"耐克型"的创业板公司在上市前表现出较好的增长性，上市之后反而是过了巅峰期开始业绩下滑。而原本"李宁型"

㊀ 根据2009年颁布的《首次公开发行股票并在创业板上市暂行管理办法》第十条的要求，发行人需满足"最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元，**且持续增长**；或者最近一年盈利，且净利润不少于五百万元，最近一年营业收入不少于五千万元，最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据"。

㊁ 耐克的商标图案 形象展示"中间一年最低，最后一年高于第一年"。

㊂ 李宁的商标图案 形象展示"中间一年最低，但最后一年低于第一年"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的公司延迟一年申请上市，把原本盈利最高的第一个会计年度从申报报表中剔除，即便最近一年的净利润依然没有达到被剔除年份的水平，却仍然可以呈现连续增长的态势。

2012年证监会中止了IPO发行，在宏观经济持续低迷的情况下，部分申报创业板的公司在2012年度审计完成后发现不符合业绩持续增长的发行条件了，被迫撤回发行申请。而部分已经通过发审委审核的创业板公司也遇到了类似的问题，只有等待业绩好转。

鉴于上述情况，2014年5月，证监会修改了创业板上市条件，取消了“持续增长”的条件。那些已经通过发审委审核却业绩下滑的公司获得了再上一次发审会的机会，得到发审会再次许可的公司最终得以成功上市。

碧水源在上市后的表现并没有让投资者失望，公司2010年4月上市，当年实现净利润1.77亿元，较2009年度增长了64%；2011年、2012年和2013年度，公司实现净利润分别为3.45亿元、5.62亿元、8.4亿元，以2009年业绩为基准的复合增长率高达67%。优异的业绩表现也让公司成为创业板牛股之一，截至2014年年末公司市值已经接近400亿元。

另外值得一提的是，碧水源的董事会秘书何愿平当选了证监会第六届发审委委员，成为证监会发审委历史上第一位也是唯一一位来自上市公司的代表。这也从一个侧面代表了监管机构对碧水源公司的认可。

海普瑞
造富神话与质疑

首富背后的外资PE

深圳海普瑞药业股份有限公司（“海普瑞”）这家原本名不见经传的公司在2010年4月发行时创造了历史：公司新股发行定价为148元（发行市盈率73.27倍），是本书截稿日止A股历史上唯一超过100元的IPO发行价。海普瑞募集资金总额高达59.35亿元，是中小企业板开板以来募集资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金规模之最[㊀]；海普瑞实际控制人李锂、李坦夫妇则以 407 亿元的身价超过比亚迪老板王传福成为当年中国的新首富。

海普瑞是何方神圣？李锂又是谁？海普瑞凭什么可以发到这么高的价格？市场和媒体都对这家公司产生了浓厚的兴趣。

海普瑞是一家研究、生产及销售肝素钠原料药的医药企业，公司的主要产品只有一类，就是肝素钠原料药。简单来说，这种原料药的生产是从健康生猪的小肠粘膜中提取制得肝素粗品，然而再将其加工成肝素钠原料药。

肝素钠原料药是用来生产标准肝素制剂的原材料，肝素具有抗凝、抗血栓、降血脂、抗动脉粥样硬化、抗中膜平滑肌细胞（SMC）增生、抗炎、抗过敏、抗病毒、抗癌等多种生物学功能，因此，肝素在医学上的应用非常广泛，市场需求十分巨大。海普瑞的产品 99% 以上出口，客户遍布全球，包括世界知名的跨国医药企业。

而李锂本人的背景，则比海普瑞的产品更加低调。2010 年 6 月的《创业家》杂志报道称李锂是一个“纯粹土鳖出身的工程师”，他 1987 年从四川大学化学系毕业，然后就进入成都肉联厂工作。1992 年 10 月进入重庆通达生物制品有限公司，先后担任过总工程师、董事长兼总经理。1998 年 4 月李锂创立了海普瑞，并且开发了肝素钠原料药的提取和纯化技术。

根据《创业家》杂志的报道：20 世纪 80 年代，大学生还是“天之骄子”，又脏又臭的猪小肠显然并非他们所乐于打交道的对象。李锂独选冷门，避开了激烈的竞争，成为国内少数从事这方面研究的专才。

斯时，整个国内医药产业还主要依靠营销、模仿和关系打天下，谁能相信一家没有任何背景的深圳小公司，能够在全球医药产业的某个细分领域掌握主导权？

是的，任何人都会很自然的质疑，为什么这家仅生产一种药品的小公司就能发出 A 股最高价，能成就一个中国新首富。

海普瑞的业绩确实让人兴奋：2007 ~ 2009 年，公司实现主营业务收入分别为 2.99 亿、4.35 亿和 22.24 亿元；实现净利润分别为 6816 万元、1.61

㊀ 直到 2014 年新股发行可以自选在上交所和深交所而不再受发行股份规模限制后，按原规定应该在上交所上市的国信证券才以 69.96 亿元的募集资金总额超过海普瑞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元和 8.09 亿元㊀。

赚钱对海普瑞来说似乎很容易：公司将从全国各地收购上来的肝素粗品提取、纯化成精度更高的肝素钠原料药，售卖给葛兰素史克、赛诺菲、APP 等几家肝素制剂生产商。海普瑞只要牢牢掌握住最好的肝素钠提炼技术，为下游肝素制剂生产商提供纯度高、安全的肝素钠原料药，那么订单就不用发愁。

公司的下游市场规模超过 70 亿美元，主要客户均为欧美知名制药企业且签有长期供货协议，2009 年的第一大客户赛诺菲 – 安万特（Sanofi-Aventis）是全球第四大制药公司。

但更能引发资本市场兴奋度和关注度的，是公司招股说明书中透露的两大亮点。

首先，公司是目前国内肝素原料药行业唯一通过美国 FDA 认证的企业，行业竞争优势明显，处于垄断地位。

此外，海普瑞背后有一家强有力的 PE 机构：国际著名投行高盛。

应当说，高盛入股的光环是海普瑞得到机构投资者们追捧的重要原因。2007 年 9 月，美国高盛集团控股的子公司 GS Pharma 向海普瑞增资 491.76 万美元，折合人民币 3695 万元，占海普瑞药业 12.5% 的股权。随后，海普瑞以 2007 年 9 月 30 日为基准日整体变更为股份有限公司，并于 2008 年 6 月底向证监会提交了 IPO 申请。

机构投资者们把高盛的入股看作是对海普瑞投资价值的背书，于是新股的报价和网下申购异常热烈：主承销商通过深交所网下发行电子平台共收到由 133 家询价对象统一申报的 373 家配售对象的初步询价申报信息，148 元的高发行价获得了 91.05 倍的认购倍数。

海普瑞的发行公告并没有详细披露询价机构的报价范围，但据新华网报道，有机构报价甚至达到了 250 元。而有效申购信息显示，有 47 家机

㊀ 公司业绩的飞跃式增长也得益于一个偶然事件。2008 年，美国发生“百特事件”，百特公司生产的肝素制剂产品受到污染，导致部分患者使用后出现严重过敏反应，造成 81 人死亡。百特公司因此从美国大剂量标准肝素制剂市场上全面退出。而这一事件后，海普瑞取得了美国 FDA 零缺陷的现场复查报告，美国 FDA 同意在海普瑞向 APP 公司供应肝素钠原料药的前提下，批准 APP 公司生产所有规格的大剂量标准肝素制剂产品。因此自 2008 年起，APP 公司对公司的肝素钠原料药全年采购量大幅提升，公司也趁机提高了产品售价，收入和利润显著提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

构动用资金超过10亿元申购海普瑞，其中有当年“公募一哥”美誉的王亚伟率领华夏系共8只基金积极参与网下申购，有效申购总额达到了3800万股，至少动用了56亿元打新资金。

不过，高盛入股海普瑞给公司带来的绝不仅仅是资金和国际知名投行的光环，还有实实在在的大客户。

在海普瑞上市后不久，《21世纪经济报道》2010年7月15日刊出一篇质疑海普瑞业绩真实性的调查报道，名为《海普瑞业绩神话真相难堪：高盛借大客户连年托市》：

2009年6月8日至11日，高盛举行第13届全球卫生保健行业年度报告会，海普瑞两大客户赛诺菲－安万特、APP的实际控制人德国费森尤斯（Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA）均为高盛投资报告会座上宾。从高盛报告会参会公司名单看，海普瑞列举的赛诺菲－安万特等占全球市场销售90%以上的八大肝素制剂巨头公司，有四家为高盛投资报告会捧场。负责高盛与海普瑞融资谈判的首席生物分析师罗伯特·金，为会议重要发言人之一。2009年12月21日，海普瑞最大客户赛诺菲－安万特斥资21亿美元收购非处方健康产品制造商Chattem Inc，主持此次收购的投资银行中介机构恰为高盛，行动负责人同样为主导高盛参股投资海普瑞的罗伯特·金。除首席生物分析师，罗伯特·金还有一个不甚为人所知的身份——高盛卫生保健投资银行部执行董事。

高盛与赛诺菲－安万特的历史渊源深厚，早在2004年赛诺菲与安万特合并成立时，高盛便为合并一方的投行顾问团队之一。高盛对外发布的资产管理报告显示，高盛旗下的欧洲核心股权投资组合基金（GS Europe CORE Equity Portfolio）早在2007年就曾重仓买入赛诺菲－安万特，当时为该基金的第四大重仓股，占基金净值比例3.5%。2009年12月31日，高盛旗下的国际结构性灵活股权基金（Goldman Sachs Structured International Equity Flex Fund）重仓持有赛诺菲－安万特，持股市值占基金净值比例高达3.1%，为该基金第一重仓股；国际股权红利优选基金（Goldman Sachs International Equity Dividend and Premium Fund）同样持有赛诺菲－安万特，持有股权市值占基金净值的比例为1.6%，为该基金十大重仓股之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

海普瑞董事长李锂谈及高盛投资从中获取惊人回报之时曾公开表示，对一家股东不要看它赚了多少钱，要看它对公司的价值增长做了多大贡献。李锂言外之意昭然——海普瑞的业绩高成长与高盛参股及其增值服务密不可分。

赛诺菲－安万特2009年营收307.49亿欧元，较上年仅增长6.7%，而其对海普瑞肝素钠原料药的采购金额却从2008年的7560.67万元人民币猛增至15.05亿元人民币。而2009年，APP对海普瑞肝素钠原料药的采购金额为26 451.49万元，较2007年的采购金额5279.25万元猛增400%以上。与此爆炸式增长形成强烈反差的是，2008年、2009年，APP连续两年亏损，净利润分别为–3.03亿美元、–3000万美元。显然，海普瑞营业收入年均高达172.56%的增长，完全是由于上述国际制药公司对肝素钠原料药全球采购政策的调整，在削减其他地区肝素钠原料药厂商采购规模的同时，成倍加大对海普瑞的集中采购。

上述报道均为猜测，并没有切实证据。尽管海普瑞的前两大客户与海普瑞确实没有关联关系，但是它们与海普瑞之间业务量的暴增是在高盛入股后发生的，因此可以合理怀疑高盛有动机操作此事。如果这篇报道的推论属实，那么高盛对海普瑞业绩提升的帮助确实是惊人的。

PE股东为公司带来优质客户是行业惯例，整合手中同一产业链上下游的客户资源，为客户带来更大利益并同时实现自身投资价值的升值，是带来多赢结果的行为，本身就是体现PE价值的重要方面，是PE增值服务的体现。只要交易本身是真实的，无可厚非。但舆论和投资者担心，一旦上市后高盛退出，那么海普瑞还能否维持其与大客户的长期合作关系。

海普瑞上市后，高盛于2012年2季度开始减持公司股票，到2014年3季度末已经退出公司前10大股东行列，基本减持完毕。而从2012年到2014年的年报情况来看，Sanofi-Aventis（赛诺菲－安万特）一直是公司的第一大客户：2012年，Sanofi-Aventis的订单金额为1.6725亿美元，占当年销售总额的66.25%。2013年，Sanofi-Aventis的订单金额为人民币8.46亿元，占当年销售总额的56.06%。2014年，Sanofi-Aventis的订单金额为人民币11.22亿元，占当年销售总额的57.32%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从公司年报的业绩变化也可以看出，第一大客户采购额的变化对公司的业绩确实有明显的影响。但市场担心的高盛退出会导致大客户不再采购海普瑞的药品这件事至少到目前还并没有发生。

核心卖点被质疑

海普瑞在其招股说明书中反复强调的一大卖点是：“国内唯一一家获得美国食品与药品管理局 FDA 认证的肝素钠原料药生产企业”。但上市后不久，《第一财经日报》就刊登了《 FDA 证实海普瑞陈述存漏洞 》的报道：“记者采访了美国食品和药物管理局（FDA）发言人瑞雷（Karen Riley），瑞雷指出，从 FDA 的 DMF（药物主控文件）库可以看出，得到 FDA 许可的中国肝素钠原料药企业绝不止海普瑞一家。记者从瑞雷转发的 DMF 数据库文件中发现，中国得到 FDA 许可的肝素钠原料药生产企业至少有 5 家。”

海普瑞发布澄清公告解释称：“肝素钠原料药的 FDA 认证是指完成了一系列步骤而取得作为美国肝素钠制剂原料药供应商的资格，产品肝素钠原料药作为美国肝素钠制剂的原料药进入美国。任何一家原料药生产企业都有权利向 FDA 递交 DMF 文件，FDA 会给递交者一个 DMF 号，并且在其官方网站公示，但这不代表 FDA 许可其生产的产品可以作为原料药供给制剂厂而进入美国市场。

“截至本公告出具之日，本公司是国内唯一一家按照上述 FDA 的完整认证程序通过 FDA 认证，并持有 FDA 的药品评价及研究中心（CDER）的认可函件，目前仍然是我国唯一一家通过美国 FDA 认证的肝素钠原料药生产企业，以原料药的方式直接出口至美国制剂生产厂生产肝素制剂。”

海普瑞的澄清并没有得到媒体的接受，《第一财经日报》继续报道称：瑞雷向记者提供了一份药物主文件（Drug Master File，DMF），从这份包括了公司名称、申请类型、已获得何种批准状况等内容的名单来看，同海普瑞一样为肝素钠生产申请 DMF 并同样得到 FDA 许可状态的中国企业并非只海普瑞一家，还包括江苏常州千红生化制药股份有限公司、河北常山生化药业有限公司、东营天东生化工业有限公司等几家公司。

将海普瑞药业列为原料供应商的美国 APP Pharmaceuticals 公司发言人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卡西亚诺（Christine Cassiano）在接受记者采访时表示，海普瑞向他们提供的是生产 Heparin 所需的原材料，从 APP 在中国的来源看，海普瑞是他们的“主要”供应商之一，但在肝素生产的进货上，也有其他中国公司向他们提供原料。

事实上，海普瑞上市时，其国内主要竞争对手千红制药的 IPO 申请材料就已经在证监会审核了，千红制药的招股说明书披露了公司在 2009 年 8 月已经获得 FDA 认证。但海普瑞的发行批文下发之日，千红制药 IPO 的申报材料还没有进入正式审核阶段，证监会没能发现海普瑞信息披露方面存在的问题。

2011 年 7 月，证监会对中国建银投资证券有限责任公司保荐代表人冒友华、王韬开出警示函：因在保荐海普瑞 IPO 项目中，对发行人取得美国食品与药品管理局认证等事项的尽职调查没有勤勉尽责，中国证监会于 2011 年 6 月 14 日决定对冒友华、王韬予以警示。

神话破灭

顶着 A 股第一发行价头衔上市的海普瑞在上市后第 4 个交易日就遭遇连续跌停而破发。随着舆论质疑声越来越大，海普瑞的股价呈连续下滑态势，到 7 月初已经跌到 104 元。

尽管 2010 年中报和 3 季报显示公司业绩依然保持持续增长，公司自 2010 年 4 季度开始，已经同比出现了下滑；2011 年 4 月 18 日，海普瑞披露了 2011 年一季报，这家高速增长了几年的公司首次公开披露业绩同比大幅下滑近 40%，公司股价在公告之后 5 个交易日内下跌了超过 30%；随着 2011 年中报、3 季报和年报未能显示任何业绩好转迹象，公司股价持续下滑到复权价不足 40 元，400 多亿市值蒸发，海普瑞神话彻底破灭。

令投资者不满的不仅仅是海普瑞股价的大幅下跌，而是截至 2012 年年底公司 2010 年 IPO 募集的 57.17 亿资金竟然还有 47.5 亿（含利息）在银行账户中闲置。2011 ~ 2012 年度海普瑞每年的净利润均为 6 亿多元，也就是说，把海普瑞闲置的募集资金去做委托贷款的收益差不多也能达到主营业务的收益水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实际上自2010年起，舆论对上市公司巨额超募资金的指责已经不绝于耳，海普瑞这种长时间闲置巨额募集资金带来的资源浪费成为媒体最好的论据。

然而，监管部门从避免风险的角度对募集资金使用的监管异常严格，宁可让资金闲在账面上不动，也坚决禁止资金乱投，甚至一度禁止募集资金购买非保本的银行理财产品或信托产品，企业也只能无奈地眼睁睁看着募集资金躺在银行存款账户上吃利息。

海普瑞从148元的发行价连续阴跌到30元左右，是近十年来A股IPO的著名"惨案"之一，与之相媲美的只有著名的"中石油惨案"和"华锐风电惨案"。

宁波GQY
这个名字有点怪

带着拼音的股票简称

2010年4月13日，一家叫宁波GQY视讯股份有限公司的企业刊登了招股意向书开始招股，股票简称"宁波GQY"，一时间引起了投资者和媒体的好奇。GQY是什么意思？公司是做什么的？

宁波GQY的招股说明书并未披露GQY是什么意思，公司主营业务为大屏幕拼接显示系统，GQY并非公司业务涉及的专有名词代码。网上有人猜测是其实际控制人郭启寅的拼音首字母，但该说法始终未能得到公司正面回应。

而根据1991年颁布的《企业名称登记管理规定》[㊀]，"企业名称应当使用汉字，企业使用外文名称的，其外文名称应当与中文名称相一致，并报登记主管机关登记；注册企业名称不得含有汉语拼音字母（外文名称中使用的除外）、数字"，之后在相关的配套文件中也多次强调名称中不得含有汉语拼音字母。

㊀ 2012年该文件被国务院修订。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过，对于外商投资企业，在《关于贯彻〈企业名称登记管理规定〉有关问题的通知》中明确规定了“外商投资企业、有对外业务的企业，经登记主管机关核准，可以使用外文名称。外文名称应与中文名称相一致。外文名称可以有缩写，但须在企业章程中载明。”

1992 年 6 月，中国宁波市影视公司与美国罗氏兄弟公司[㊀]（Law'S Brothers Company）签署了合资合同成立宁波 GQY 电子实业有限公司。以外商投资企业的身份，使用带英文字母（非拼音字母）的名字得到了工商局的认可。尽管 2000 年年底公司已经变更为纯内资企业[㊁]，但公司名称中的 GQY 被保留了下来。

名字中带有字母的公司，全国人民最熟悉的当属 TCL 了，根据腾讯网对 TCL 董事长李东生的采访，TCL 名称的由来为“ The Creative Life”的英文首字母缩写，意思为“创意感动生活”。

TCL 作为公司名称的历史可以追溯到 1985 年。1993 年 TCL 通讯在深圳证券交易所 IPO 上市，2004 年 TCL 集团整体上市并吸收合并了 TCL 通讯，A 股也一直只有 TCL 一家名称中带着字母的公司，直到 2010 年宁波 GQY 上市才出现第二家。

A 股上市公司中带着英文字母的简称，一般都是有特定含义的，例如常见的 ST（特别处理）、S（尚未股改）、A/B（A 股 /B 股）等，除了这些特定含义简称外，名称带字母的就只有这两家公司了。

不幸的是，这两家公司的名称都遭到了股民的揶揄：由于 TCL 集团在上市后一年半的时间内股价从 9.46 元狂跌至 1.42 元，被股民们称为“太差了”（拼音首字母也是 TCL）。

而 GQY 上市的表现更是差强人意，这家发行价达到 65 元的企业在上市后第二天即告破发，尽管 2 个多月后逐渐反弹至发行价之上，但不久后再次进入下跌通道，直至跌到复权价不足 22 元。上市第二年（2011 年度）业绩就出现了大幅下滑，完全没有达到创业板高成长的预期，被股民们称为“狗企业”（拼音首字母也是 GQY）。

㊀ 该股东未实际出资到位后，由美国瑟康贸易公司（Sicon Trading INC.）出资。

㊁ 2000 年外方股东变更为郭启寅控制的美国 GQY，于 2000 年年底转为纯内资公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

A 股起名那些事

A 股股票简称通常分为几大类，最常见的一类为 XX(公司商号）股份，例如汉缆股份、海达股份等；其次是早已家喻户晓的公司商品品牌，例如海澜之家、贝因美、比亚迪等；还有很多是标明自己所处行业的商号＋行业，例如森马服饰、紫金矿业、东华软件等，这些常见的公司简称比较容易被投资者理解。

而有些公司的股票简称就不那么好被理解了，例如做农药的红太阳、做焊接材料的大西洋、做芯片的国民技术、做照明的海洋王、做果糖和龟苓膏的量子高科、做金针菇的星河生物……

一般来说，公司股票简称都是从公司名称中截取出来的，但也有个别公司简称中有公司名称中没有的字存在。例如奥康国际，公司全名为“浙江奥康鞋业股份有限公司”，并没有“国际”二字；欧浦钢网，公司全名为“广东欧浦钢铁物流股份有限公司”，并没有“网”字。公司自己的名字沿用已久，改起来可能涉及公司商品、专利、房产土地证等证件名称的变更，会有一大笔费用发生；而在公司股票简称中体现公司经营的发展方向和定位，无疑是成本收益比更高的举措。

当然，也不排除有些公司是为了制造概念刺激股价而故意用一些吸引眼球的简称，常见的有 XX 高科、XX 新材等，未必公司真的掌握高科技或者属于新材料，但是股票简称中有这样的文字在，不明真相的投资者往往会被吸引。

近年来，有些公司因为变更了主营业务对公司名称进行了更改，一个全新的名字让公司彻底“华丽转身”。例如原本主营业务为餐饮业的湘鄂情宣布将公司更名为“中科云网”，更名后公司放弃了餐饮主业，日后的发展方向和定位将只与大数据生存环境相关。

而原本主营业务为男女裤装生产销售的山西百圆裤业连锁经营股份有限公司（百圆裤业）在近年来国内纺织服装行业经营情况普遍不佳的状况下，转型跨境电商，总共收购了三家跨境电商。公司在 2015 年 5 月 7 日召开董事会，拟将公司名称改为“跨境通宝电子商务股份有限公司”（简称跨境通）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

更让人拍案称奇的是，主业为房地产的上海多伦实业股份有限公司于 2015 年 5 月 11 日发布董事会决议公告：立志于做中国首家互联网金融上市公司，基于上述业务转型的需要，为使公司名称能够体现公司的主营业务，公司拟将名称变更为匹凸匹金融信息服务（上海）股份有限公司，英文名称 P2P Financial Information Service Co., Ltd.。

如果说前述几家公司都是因为主营业务发生了实质性的改变而进行改名可以理解的话，多伦股份此举则显得有些“过于急躁”，因为公司自己也承认，公司互联网金融信息服务业务尚未正式开展，仅仅是根据知名 P2P 公司 Lending Club、陆金所等企业成功经验及公司内部自行分析开展了可行性论证。公司打算在相关议案获得股东大会通过以后，才正式开展相关业务。此外，公司还公告称：公司控股股东多伦投资（香港）有限公司承诺将其持有了 www.p2p.com 的域名，并将授权给多伦股份使用，网站目前尚未正式上线。

“匹凸匹”这个从英文 P2P[⊖]直接翻译过来的“神词”立刻引发了广大股民的网络大讨论，认为公司的新名字不够得体，有人干脆说“无法直视”。上交所也就公司更名及变更主营业务事宜专门出具了询问函。

值得注意的是，多伦股份曾打算在公告中提及 www.p2p.com 为“互联网金融行业顶级域名”，“网站域名预计商业估值为 10 亿元”。上交所要求多伦股份补充披露“互联网金融行业顶级域名”的具体判定标准，网站域名商业估值的估值方法及相关参数的选取依据。显然，多伦股份在做出上述描述时更多的是依据主观判断，因此经上交所这一提示，公司从正式公告中删掉了以上可能导致投资者误解的描述。

尽管这个新名字引发了大量争议、报道以及监管关注，但多伦股份在宣布改名之后收获了多个涨停，改名还是产生了巨大的炒作效果。

显然，在这个注意力经济的时代，在 A 股浓重的投机氛围下，不少上市公司意识到了公司名称可能产生的巨大经济效益，甚至开始有意地利用公司名字变更来引起市场的关注。这背后仍然有很多公众利益和价值观导向的问题值得探讨。

⊖ P2P 是英文 peer-to-peer 或 person-to-person 的简写，意思是：个人对个人，伙伴对伙伴。P2P 金融通常指个人与个人间的直接金融交易，一般需要借助电子商务专业网络平台完成相关交易手续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

苏州恒久
专利失效引发的血案

这一次，又是一篇媒体报道引发了一场“血案”。

2010年3月12日，苏州恒久科技光电股份有限公司（苏州恒久）刚刚完成了新股发行工作、募集资金4.16亿元已存放至中国工商银行苏州新区支行的苏州恒久募集资金专户中。没想到，等待着一周后挂牌仪式的苏州恒久被浇了一桶凉水——2010年3月12日，《21世纪经济报道》刊发了一篇题为《苏州恒久：天方夜谭式的IPO》的报道，报道对苏州恒久IPO提出了多项质疑“业绩不稳定、缺少核心专利技术的中小企业，如何变为行业内技术水平高、自主创新能力强的龙头企业？盈利严重依赖财政补贴和税收政策优惠，如何博得业绩高速成长之桂冠？上市前最后一次增资，竟有人甘当资本市场活雷锋，放弃股权转让优先认购权……苏州恒久上市路上有太多疑团”。

纵观全文，这篇报道与这些年来常见的“找茬”报道似乎并没有什么不同，所提事项大部分也已经在招股说明书中充分解释披露了。然而有一条并不太引人注目的指责却刺中了苏州恒久的要害：“申请专利法律状态检索结果显示，苏州恒久拥有的5项专利技术已经被国家知识产权局于2010年2月下旬终止了专利权，终止原因为未缴年费。”《21世纪经济报道》的这篇文章引用某位保荐代表人的话称“**在专利已经被终止专利权的情形下，苏州恒久依然宣称自己拥有专利技术为虚假陈述，在某种程度上已经涉嫌欺诈上市。**”

专利技术未缴年费在中国实属普遍现象，很多公司出于节约费用的考虑，对一些不太重要的专利采取放弃续交年费的方式终止专利权，也有一些公司因为有了更新的技术在申请专利而放弃了原有的专利权。在很多人看来，这算不上什么大事。

然而，事情的发展却出乎意料，3月18日本该是苏州恒久刊登上市公告书的日子，中了签的投资者却发现上市公告书被一份《关于公司有关事项的公告》取而代之。该公告披露：“近日，本公司接到保荐机构广发证券的通知，有关监管部门要求保荐机构等中介机构对媒体报道本公司的有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关问题进行核查，特此公告。”临门一脚被叫停，舆论第一反应是苏州恒久是否会成为第二个立立电子（详见本书第5章“立立电子：无冕之王碾碎上市梦想”）。

在苏州恒久发出这篇公告后的第二天，即2010年3月19日，《财经网》刊发《苏州恒久或涉嫌欺诈上市》，进一步表明了舆论观点：“一个视核心技术为企业生命的公司竟然因区区几千元钱的年费不缴而丧失专利保护，让人匪夷所思。而在公司已知丧失专利保护的情况下，依然在发行上市申请及招股说明书中宣称拥有该专利技术，则构成欺诈上市，应当依照《证券法》及相关法律追究公司及保荐机构等中介的责任。”

6月11日，比照立立电子的先例，证监会再次召开发审会对苏州恒久IPO进行审核，又一次毫无意外地否决了公司的IPO申请。根据《新华网》2010年6月12日的报道：“苏州恒久未通过IPO的原因主要是申请人招股说明书和申报文件中披露的全部5项专利及2项正在申请专利的法律状态与事实不符。由于信息披露不实及其影响，发审委审核认为苏州恒久不符合《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》等相关规定，因而做出了不予通过的决定。”

在否决苏州恒久IPO的同时，证监会对中介机构人员也做出了处罚：对发行人保荐机构广发证券采取出具警示函的监管措施。同时，对两名签字保荐代表人进行监管谈话、出具警示函，并在12个月内不受理其签名的与证券发行相关的文件；依据《律师事务所从事证券法律业务管理办法》和《证券发行上市保荐业务管理办法》的规定，对发行人律师北京市天银律师事务所采取出具警示函的监管措施；对三名签字律师进行监管谈话、出具警示函，并在12个月内不受理其签名的与证券发行相关的文件。

2010年6月23日，苏州恒久公告后续处理措施，公司按照发行价并加算银行同期存款利息返还网上中签投资者及网下配售投资者。苏州恒久上市之路终结，原本分配给公司的300060的代码也空了下来。

苏州恒久被否的缘由似乎是一个低级错误导致的，但又是一个很容易被中介机构忽略的错误。很多业内人士都觉得苏州恒久的上市折戟有些冤枉。正常情况下，企业内都会有一个专门人员负责对专利有效性的维护，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每年按期缴纳年费以保障专利有效，公司也不可能为了节约数千元的费用而让发明专利失效（外观设计专利不主动续交年费的可能性更高一些）。苏州恒久专利年费没有及时缴纳更大的可能是公司日常经营管理的失误，只不过，这个失误的代价过于沉重。

从中介机构的工作流程来看，在整个 IPO 申报环节，保荐机构和律师的工作包括首次申报报告的准备和日后对报告的更新。在准备首次申报报告时核查最严格，相关专利尚处于有效期内并无问题；材料报到证监会之后对报告进行更新时，中介机构把更多的精力放在了更新财务数据和相关分析方面。而对于专利是否有效的问题，由于之前已经核对过既有专利的有效性，中介机构往往只会核对新增专利的有效性，而忽略了对既有专利是否还继续有效的再次检查。

根据相关报道，苏州恒久专利失效时间为 2010 年 2 月下旬，而苏州恒久通过发审会审核是在 1 月 22 日，也即在通过发审会审核时，发明专利还并未失效。过会之后，发行人和中介机构忙于准备发行工作，重点关注的是发行人在此期间是否出现了影响生产经营的重大事项，并就上述事项的核查在领取发行批文之前向证监会出具《会后事项核查意见》。几乎没有人会想到要去关注招股说明书中曾经核对过处于有效状态的专利是否不再有效。

黑天鹅事件就这样发生了，苏州恒久的发明专利恰好在过会后失效。媒体记者在国家知识产权局官网查到此事，导致发行人和各中介机构之前为上市所做的所有辛苦工作付诸东流。

然而，从严谨的专业角度看，苏州恒久被否并不冤。一个企业要上市，投行工作的核心是协助企业讲一个故事，将这家企业的亮点展现给投资者，这个故事就是整个招股说明书的魂；而这个魂的基础，就是企业得以持续盈利的核心竞争力。

有的企业强调自己的核心竞争力是对资源的掌控，有的强调自己有先进的商业模式，有的强调自己有优质的客户，有的强调渠道优势，有的强调成本优势，而苏州恒久在招股说明书中所要凸显的是公司的技术优势。专利无疑是展示公司技术水平的最有效证据，专利失效意味着技术优势的门槛取消，对公司来说犹如釜底抽薪。于是，证监会认定专利失效这件事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可能对公司产生重大不利影响，而该事项没有在招股说明书中如实披露，苏州恒久被否丝毫不冤。

在苏州恒久事件后，大多数保荐机构都要求项目组在每次更新材料和封卷前提交会后事项时均必须要核对一遍商标和专利的有效性，以免出现差错重蹈覆辙。

而苏州恒久在被否后依然不弃上市梦，2013 年 7 月再次向证监会提交了 IPO 申请。2014 年 4 月预披露的招股说明书显示，公司 IPO 申请从创业板转到了中小板，保荐机构从广发证券换成了银河证券；此前被终止的 4 项外观技术专利和 1 项实用新型技术专利都未再出现；取而代之的专利有 18 项，其中发明专利 4 项、外观设计专利 14 项。如果苏州恒久在中小板成功上市，300060 这个原本分配给苏州恒久的创业板代码大概会成为 A 股一段尘封的记忆。

高德红外
意外的二次发行

合同去哪儿了

武汉高德红外股份有限公司（高德红外）是又一家顺利过会但新股发行进程被突然打断的公司。2010 年 5 月 14 日本应是高德红外 IPO 网上路演的日子，路演公告也在前一交易日进行了公开披露，但路演并未如期进行。公司发布了一份《关于首次公开发行股票暂缓发行的公告》，称“在推介过程中发现存在需进一步核查的问题，发行人与保荐机构协商决定暂缓本次 A 股发行”。

之前立立电子和苏州恒久事件是因为舆论监督导致新股发行进程中止直至无法上市，但这一次并无媒体对高德红外 IPO 过程中存在任何问题进行过报道，因此市场并不知道高德红外突然暂缓发行的原因，公司董秘在接受媒体采访时也并未透露具体事项。一时间业内纷纷猜测高德红外会否要步 3 个月前苏州恒久的后尘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直到2010年6月25日，高德红外刊登《首次公开发行A股恢复发行的公告》，新股发行得以继续进行，同时也披露了这次发行暂缓的原因——“公司关于2010年上半年海外非测温类红外热像仪整机出口的近2亿元的订单意向进展情况未在招股意向书公告稿中披露”。尽管是虚惊一场，但投资者更加疑惑了，为何这份疏于披露的订单会暂缓高德红外的上市进程?

根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》的规定，“发行人应披露交易金额在500万元以上或者虽未达到前述标准但对生产经营活动、未来发展或财务状况具有重要影响的合同内容”。高德红外这近2亿元的订单属于应当披露的合同，未披露该订单进展情况确实属于遗漏，被证监会发现后叫停发行进程也是理所应当。可是，招股说明书中少披露了合同，证监会是怎么知道的呢?

根据事后保荐代表人培训班上证监会发行部的说法，是有人给证监会写了举报信。这份订单在高德红外申请IPO时向发审委提交并于证监会网站上预披露的招股说明书（预披露稿）中存在，但却从发行时最终公告的招股说明书正式稿中消失了，有好事者对比了高德红外招股说明书的预披露稿与正式稿，发现了这一事项并向证监会举报。

高德红外其实有理由在招股说明书正式稿中不披露该笔订单：首先，这近2亿元的订单并非单笔，而是合计数，单笔订单超过500万元以上的并不多见；其次，意向性订单并非最终合同，合同的订立存在较大不确定性，披露后反而可能对投资者构成误导。

然而，由于高德红外在提交发审委审核的招股说明书中已经披露了该订单，且订单金额较大（高德红外2009年度营业收入总计只有3.54亿元），有理由认为该订单的披露有助于公司通过IPO审核。而面对投资者披露的招股说明书正式稿中去掉了该订单则意味着该笔订单可能存在无法落实的风险。

有惊无险的二次发行

高德红外案引出了一个问题，即招股说明书在报送证监会、经过证监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会审核直至发行的整个过程中的修订要求是怎样的?

根据证监会的规定，申请IPO的公司招股说明书上报证监会后不能随意改动，所有的改动需事先知会证监会审核人员并取得审核人员的同意后方可进行；即便是更新年报财务数据或答复反馈意见，亦应在提交更新稿招股说明书的同时提交招股说明书的修订说明，将修订部分告知审核人员。

在发行部初审完成后，招股说明书可以分为几稿：提交发审委的上会稿，通过发审委审核并补充回复相关意见的封卷稿，启动发行后公开披露的正式稿。

根据《关于加强对通过发审会的拟发行证券的公司会后事项监管的通知》，"拟发行公司在刊登招股说明书或招股意向书的前一工作日，应向中国证监会说明拟刊登的招股说明书或招股意向书与招股说明书或招股意向书（封卷稿）之间是否存在差异，主承销商及相关专业中介机构应出具声明和承诺"。也就是说，要求封卷稿和正式稿之间没有差异。

但证监会并未要求承诺封卷稿与之前呈报发审会的上会稿之间不存在差异。正常情况下，上会之后，发行人和中介机构也会根据上会情况再修订一版封卷稿，但修改情况会通报给预审员。而高德红外在通过发审会后准备发行前封卷[⊖]时，封卷稿的招股说明书删去了上述重大订单意向的相关内容，但却没有告知审核人员已经对这部分内容做了修改。

高德红外是两年来第三家启动发行后被证监会叫停的公司，由于涉嫌重大遗漏，很多人以为高德红外的IPO之路也就此折戟。不过，证监会最终还是允许高德红外继续发行程序。

为何高德红外虚惊一场得以继续发行呢？主要原因在于高德红外未完整披露的合同大部分已经得到了落实，未完整披露并不会对高德红外未来经营产生重大不利影响。高德红外补充披露了相关事项，即可认为已经纠正了相关错误，可以从轻处理。

另一个值得考量的原因是，在高德红外暂缓发行不久之前，发生过星网锐捷主动因故暂缓发行，经保荐机构核查完毕确认对未来经营不存在重

⊖ 封卷，是IPO发行前的最后一个程序，意指相关申请文件的卷宗已经确认没有问题，封存归档。正常情况下封卷后证监会即走批文的内部流转程序，完成后即发放核准批文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大不利影响后，得到证监会最终放行的先例，高德红外也有先例可循。

最终，高德红外于2010年7月5日正式发行7500万股新股，并募集了19.5亿元，IPO过程可谓有惊无险。不过，保荐机构华泰联合证券的两位保荐代表人雷文龙和张邈却因“未向证监会报告，擅自修改招股说明书”而被证监会出具了警示函。

二次发行的相关案例

因故暂缓发行的案例，在2010年还发生了另外两起：福建星网锐捷通讯股份有限公司（星网锐捷）和河南新大新材料股份有限公司（新大新材）。

受苏州恒久案的影响，证监会要求保荐机构对发行人的专利情况进行复查，星网锐捷在2010年4月启动IPO程序后，保荐机构在复查时发现“部分实用新型专利和外观专利存在因未续缴年费等原因已被终止，亦有部分正在申请的专利审理阶段发生变化，因此上述相关专利法律状态与发行人招股意向书所公告的内容存在差异”。

与苏州恒久不同的是，星网锐捷有问题的专利只是实用新型和外观专利，没有涉及公司核心竞争力的发明专利；保荐机构广发证券核查后认为“发行人放弃维护的专利并非发行人的核心技术，所放弃维护的专利中，除发行人因已获得新的专利以保护相关技术而放弃的部分专利外，其余多是发行人不再使用或未再生产、销售的相关产品的外观设计专利，放弃维护已更新或淘汰的专利是网络通信企业普遍采取的专利保护策略，也是符合国家知识产权保护政策的行为。因此，发行人上述专利事项不会对发行人的生产经营和持续盈利能力产生实质影响，不属于影响本次发行上市和投资者投资决策的重大事项”。

星网锐捷和广发证券的解释得到了证监会的认可，5月26日中国证监会发行审核委员会审核通过了福建星网锐捷通讯股份有限公司首发会后事项，星网锐捷得以恢复发行。

相较高德红外和星网锐捷，新大新材的暂缓上市过程则更加曲折惊险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2010年5月19日，已经完成了新股发行工作的新大新材披露了《上市公告书》，拟于5月20日在创业板上市。然而5月20日当天，公司却刊登了一份不足30字的《暂缓上市公告》“鉴于本公司尚有相关事项需进一步落实，经本公司申请，暂缓上市”。

一个月之后，新大新材于6月24日公告了新一版的《上市公告书》中，才披露了暂缓上市的原因“2010年5月5日，河南醒狮以本公司生产的产品晶硅片切割刃料侵犯其‘半导体材料线切割专用刃料’专利权为由向郑州市中级人民法院提起诉讼，该诉讼由郑州市中级人民法院立案受理。”

河南醒狮高新技术股份有限公司与新大新材同处河南省郑州市（新大新材2008年迁至开封），又是同行业竞争对手，相互之间可谓知根知底。眼看新大新材即将上市，河南醒狮从3月25日新大新材上发审会前开始向证监会举报，直至5月17日连发4封举报信，并向郑州市中级人民法院提起诉讼，终于在敲钟之前将新大新材的上市进程拦了下来。

根据公开披露的举报信内容，河南醒狮指控新大新材“主营业务及其生产技术涉嫌侵犯了河南醒狮公司的专利权及产品特有名称；新大新材公司实属国家限制的‘高污染、高耗能、高资源消耗’的企业，严重隐瞒了其事实上的环境问题和环保风险；新大新材招股说明书中隐瞒关联重度污染企业以及宋贺臣（董事长、法定代表人）、姜维海（总经理、技术负责人）分别担任该重污染企业法定代表人和负责人的从业经历问题。”

然而，令人意外的是，一路举报的河南醒狮于6月1日向法院提请撤诉，也不再追究新大新材的相关问题了。河南醒狮闹了这么大最后却无理由撤诉，着实令人不解。

根据《华夏时报》2010年6月26日的报道“河南醒狮法制办主任张占龙在接受本报记者采访时表示，河南醒狮受到了来自各方的压力，公司负责人曾多次被政府部门叫去“开会”。新大新材是开封市第一家国内上市企业，在上市过程中，获得了来自开封市政府的大力支持。而相比其他省份，河南省上市企业数量太少，河南省政府对企业上市工作也非常重视。知情人士认为，在这种情况下，河南醒狮受到的压力可想而知。而另据张占龙介绍，在河南醒狮向法院提起诉讼后，新大新材曾派出相关人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到该公司谈判，不过河南醒狮方面并没有进一步的官方表态。没有了责任追究方，新大新材上市得以重启，最终顺利挂牌了。

新大新材上市的第二年即开始出现业绩下滑，2012年9月6日起因重大事项停牌。3个月后宣布公司实际控制人拟变更，中国平煤神马集团成为公司新的实际控制人，新大新材也由此成为创业板第一家更换实际控制人的公司。此时距离公司上市刚过了两年时间。由于平煤神马集团拟置入公司的易成新材与新大新材相比资产规模较小，新大新材的本次重组不构成借壳，并不受“创业板公司不得借壳”规定的约束。而当初差点拦下新大新材上市的河南醒狮却远离了媒体关注的焦点，再无新消息出现在媒体上。

超日太阳
行业兴衰与企业命运

跌宕起伏上市路

一家公司上市顺利与否，很多时候关乎时与运。本书中的诸多案例已充分诠释了这一点。然而，大约没有一家公司能比上海超日太阳能科技股份有限公司（超日太阳）的上市历程更加跌宕起伏，这与光伏行业本身的兴衰起落息息相关。

光伏产业属于新兴产业，这个产业为公众所熟知缘于一个叫施正荣的人。《理财周报》2013年对施正荣的报道标题一针见血地揭示了这一行业的大起大落——《施正荣：从首富到零，成也光伏，败也光伏》。

无锡尚德曾经缔造了一个神话。“2000年施正荣从澳大利亚回国创业，多次碰壁后得到了无锡市政府的大力支持，创建了尚德太阳能电力有限公司。2005年尚德电力在纽交所上市，施正荣身价超过23亿美元成为中国首富。4年时间，施正荣从一个备受质疑的创业者变身为媒体热捧的‘有钱人’，更重要的是，他将中国光伏产业与世界水平的差距缩短了15年。2007年年底，尚德实现销售收入超100亿人民币，公司市值突破百亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，进入世界光伏前三强。施正荣也被英国知名媒体《卫报》评为‘拯救地球50人’中的一位。施正荣一时风光，不仅尚德成为全球最大的光伏组件制造商，无锡也成为‘中国最大的光伏生产与出口基地’，正是在施正荣效应和无锡政绩的诱惑下，众多城市加入到轰轰烈烈的太阳能运动中，一时间，几乎每个城市都有光伏园。”

超日太阳的上市路最早始于2006年，正是无锡尚德在资本市场上最风光的时候，当时超日太阳也打算效仿尚德的海外上市之路。然而项目刚刚启动不久，2006年商务部、证监会、外管局等6部门联合发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10号文”），并于2006年9月8日起实施。该规定的严格限制使得在此之前未完成红筹架构搭建的公司海外上市路径基本被封锁。

于是超日太阳迅速转身投奔A股。超日太阳第一次申请IPO的材料报到证监会之后，排队上会又遇到2008年IPO暂停。2009年IPO开闸，超日太阳却不幸成为IPO重启之后被否的第一家企业。公司被否的原因在媒体上不乏各种猜测，包括公司上市时机、公司财务状况等。根据《每日经济新闻》的报道，超日太阳被否的原因可能是“建设100兆瓦太阳能电池片项目‘上得太快’，不符合产业发展现实。”实际上，整个光伏产业在2008年全球金融危机开始后已经出现了不景气的迹象，这次被否很大程度上也与当时产业状况不无关系。

但戏剧性的是，公司被否后不到一周，财政部、科技部、国家能源局于2009年7月21日联合宣布，在我国正式启动金太阳示范工程，意味着国内光伏发电市场再次从政策层面加速。如果晚一周上发审会，超日太阳第一次IPO申请的命运不知会不会有所不同。

2009年12月，哥本哈根国际气候大会之后，我国加强了对节能减排、环境保护的重视程度，《新能源产业发展振兴规划》《节能减排产业发展振兴规划》等一系列促进太阳能、风能等新能源产业发展的政策规划正在积极酝酿过程中，国家新能源产业战略已基本形成。

2010年中央经济工作会议强调要发展战略性新兴产业，发展战略性新兴产业已成为国家应对危机、提振经济的战略选择，太阳能作为新能源产业被列入战略性新兴产业发展。在政策的大力刺激下，超日太阳这个符合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国家产业政策的公司再次申请IPO并获得了通过，公司于2010年成功完成IPO发行。

产业寒冬引发危机

然而，光伏产业的寒冬在2011年随即到来，根据《上海证券报》的报道㊀："2011年，全国31个省市自治区均把光伏产业列为优先扶持发展的新兴产业；600个城市中，有300个发展光伏，100多个建设了光伏产业基地；全球多晶硅产量20万吨，我国占近9万吨；产能巨大，国内市场总量却较低，严重依赖国际市场。"整个光伏产业彻底走上了产能严重过剩的道路，并随之发生了行业性崩塌。"2011年年初至今，国内光伏行业经历了价格暴跌、库存激增、债务高企、海外'双反'等一连串厄运，整个行业在三季度末陷入前所未有的'寒冬'，市场一片萧索。"无锡尚德也在2011年也出现了亏损，2013年甚至走向破产。

身处光伏产业波动中的超日太阳同样受到了巨大的冲击。

2010年超日太阳上市募集了23.76亿元，上市之后利用募集资金迅速扩大规模。然而伴随着公司规模扩张的，是应收账款占款激增和巨额的投资资金流出，公司现金流指标迅速恶化。2010年度公司经营活动现金流量净额为–4.6亿，投资活动现金流量净额为–2.13亿；2011年度现金流出大幅增加，经营活动现金流量净额为–10.68亿，投资活动现金流量净额为–18.98亿元。现金流的恶化使得公司对资金极度饥渴，上市募集的20多亿很快就花光了。

上市仅3个月后，超日太阳董事会即推出了拟发行10亿元公司债和4亿元短期融资券的融资方案。而正是这次公司债的发行，最终引发了超日太阳的危机。

超日太阳在2011年3季报中还显示公司利润同比增长，却在4季度巨亏：2012年4月17日超日太阳发布《业绩快报修正公告》，宣布2011年度实现净利润–5478.88万元，与3季报2.39亿元净利润相比，4季度巨亏2.94亿元！

㊀《上海证券报》2011年11月报道《光伏"寒冬"背后：一杯自酿自饮的"苦酒"》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管2011年光伏行业遇到寒冬已经是大家预期之中的事情，但这一业绩数据仍然让市场震惊。因为仅仅在不足50天之前的2月29日，超日太阳刚刚发布过《2011年度业绩快报》，宣布2011年度预计实现净利润8347万元。尽管这一数字较2010年3季报预计的2011年将同比增长50%～70%已经大幅下降了，但毕竟公司还在盈利。

更令外界质疑的是超日太阳公告《业绩快报修正公告》时机的选择，在2月29日公告利好的《2011年度业绩快报》后5天，超日太阳即开始发行募集公司债，而在完成债券发行之后、债券上市公告书公告前两天，超日太阳发布了《业绩快报修正公告》。也就是说，在超日太阳公司债发行前，投资者接收到的信息是尽管光伏产业遭遇困境，但超日太阳2011年度依然实现净利润近亿元；而等投资者认购完毕、债券即将上市前，超日太阳却宣布2011年度净利润出现了亏损。公司债的相关制度中并未规定前一年度亏损不符合发行条件或上市条件，因此，交易所仍然同意超日债挂牌上市。

超日债上市8个月后，2012年12月，有媒体报道超日太阳的实际控制人倪开禄、倪娜父女已经逃至境外躲债。尽管倪开禄表示在国外是去追讨应收款，并最终在几个月后回到国内，但公司的生产经营已经陷于停滞，2012年年初发行的超日债面临无法完全兑付本息的风险，超日债将可能成为债券市场首例不能得到兑付的债券。超日债的投资者们开始在各种场合声讨超日太阳的欺诈发行和中信建投证券的保荐责任。而此时的倪开禄父女持有的超日太阳股权已经几乎全部质押出去。

2013年2月，上市仅仅两年有余的超日太阳宣布实际控制人拟将其持有的大部分股份转让给青海木里煤业开发集团。而此时超日太阳的经营状态为："公司有4.7亿元银行借款逾期，并未获得相关银行的展期或续贷。有多家供应商因货款清偿事项提起诉讼，涉及货款16 700万元左右；有多家银行因贷款逾期提起诉讼，涉及贷款35 000万元左右；有其他债权人因贷款事宜提起诉讼，涉及贷款13 000万元左右；上述诉讼并未达成和解。公司的主要银行账户及主要资产被债权人冻结、抵押或质押。超日洛阳、超日九江、上海卫雪生产线已经全部停产。本部6条生产线中的4条已经停产；另外两条因春节假期的原因目前也已经停产，但在春节假期结束后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将恢复生产”。

一个月后，超日太阳公告“青海省国有资产投资管理有限公司于2013年3月1日发布了《关于不支持全资子公司青海省木里煤业开发集团有限公司受让上海超日太阳能科技股份有限公司大股东股份事宜的公告》，公告称：‘根据对上海超日太阳能科技股份有限公司的初步调研，基于风险控制的原因，青海省木里煤业开发集团有限公司（以下简称木里煤业）关于受让超日太阳大股东股份的意向，我公司不予支持，并请木里煤业做好后续相关工作。’”本次重组折戟，可以说，此时的超日太阳处于严重的内忧外患之中。

2011～2013年，超日太阳连续几年巨亏，被深圳证券交易所暂停上市。2014年4月，陷入经营困境两年多、已经资不抵债的超日太阳被债权人起诉申请破产重整。

2014年10月，江苏协鑫能源牵头其他8家出资人共同出资14.6亿元实施了超日太阳的重整计划，协鑫能源成为超日太阳新的大股东，超日太阳原实际控制人倪开禄、倪娜的持股比例下降到14.67%，超日太阳终结破产程序，起死回生。

超日太阳的上市路一波三折，终于在光伏产业的巅峰时刻完成上市，却留下了一地鸡毛。有舆论认为，无论是监管层还是相关中介机构，都应当对企业发展的产业大背景做出预判。但是在实践中这种判断非常不易。2010年光伏产业火爆的时候，能有多少人看到1年后的泡沫破裂？就像在2007年6124点癫狂的时候，谁能预测到不远的将来会下跌到1664？

光伏产业在中国短短十余年的历史，从创始到蓬勃发展再到萧条，真是“眼看他起朱楼，眼看他宴宾客，眼看他楼塌了”“其兴也勃焉，其亡也忽焉”。覆巢之下安有完卵？

胜景山河
一步之遥，天堂地狱

2010年12月16日晚，深圳某五星级酒店，湖南胜景山河生物科技股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

份有限公司（胜景山河）的上市答谢酒会，宾朋满座一派喜气洋洋的气氛。第二天是这家生产黄酒的公司在深圳证券交易所挂牌上市的好日子，在此之前公司刚以85.5倍的市盈率成功发行1700万股，募集到5.8亿元资金。

然而酒会正式开场不久，西装革履、满面春风的胜景山河董事长姚胜突然接到了一个电话，宾客们不知道电话那头是谁，只见到姚胜匆匆离席，很快高管们也纷纷离去，只留下众多宾客继续宴会。根据后来的报道，电话是深交所打来的，因有媒体称公司招股说明书披露不实并举报到证监会，深交所通知胜景山河暂缓上市。

第二天深圳证券交易所上市仪式大厅中，原本准备了胜景山河、光正集团和山东矿机三家企业的上市仪式。事情发生得太突然，之前在交易所显示屏上已经留好位置的胜景山河公司股票简称及代码来不及被去掉，只好被用纸遮挡了起来。当天参加上市仪式的嘉宾们很多还并不清楚发生了什么。胜景山河距离上市敲钟可谓一步之遥，然而就是这一步之遥，令胜景山河的未来从天堂走向了地狱。

导致胜景山河倒在敲钟前一刻的，是上市前一天也就是12月16日举办庆功酒会当天，《每日经济新闻》刊出的重磅报道《胜景山河巨量销售存疑　涉嫌虚增收入》。《每日经济新闻》称通过对岳阳、长沙、上海、苏州及成都五地的实地调查，提出了“优势地区不入流”“潜力地区要退货”“主消费地区难觅”“KA[㊀]卖场涉嫌作假”“最大经销商查无此处”“系列产品恐名不副实”“实际销量不靠谱”“销售价格吹上天”8大疑点，直接质疑胜景山河的酒到底卖到哪儿去了，质疑其造假上市。

这篇报道震撼了业界，大部分投行人士均认为胜景山河确实涉嫌造假，并对中介机构没有发现一些简单的线索表示难以置信。但直到16日下午董秘余风亭接受腾讯财经采访时依然表示“目前公司没有收到任何来自证监会关于涉嫌IPO造假的书面或电话通知。所有的计划都按照之前的部署在进行中，上市计划到目前为止，没有改变”。

甚至在答谢酒会开始前，胜景山河接受新浪财经采访时依然回应《每日经济新闻》的报道称：“公司并未选择以超市、批发市场为主的传统营销渠道进行销售，而是更多采用酒店、团购、定向销售等营销渠道。胜景

㊀ KA卖场，指国际、国内大型的连锁超市，专业大卖场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

山河采用精准销售的策略，针对各地消费者的特点重点推出适应市场需求的产品。胜景山河主要生产饮用黄酒，产品以中高端黄酒为主，因而相对价格偏高。而行业内不少企业兼生产销售料酒，料酒的价格偏低，因而会拉低所有产品的平均价格。”直到被交易所连夜叫停，姚胜依然表示上市只是暂时拖延。

其实《每日经济新闻》所指责的内容并非第一次见诸媒体，早在一个月前的 11 月 16 日，《中国经济周刊》即刊发《胜景山河 IPO 背后　神秘教师接盘古越龙山国有股》，尽管文章的标题和主要内容是质疑胜景山河历史上的股权演变的，但在文章最后对胜景山河销售的真实性提出了质疑：“长沙是湖南黄酒市场的主要市场，但在家润多、步步高等连锁超市，《中国经济周刊》记者并没有发现胜景山河相关黄酒品牌，大多为古越龙山与会稽山等品牌。《中国经济周刊》通过可靠渠道获悉，近年，在黄酒销售上，公司股东每年对胜景山河的贡献，约占营业收入的 20% 以上。而招股说明书并没有披露公司与股东之间的关联交易。”

显然，《中国经济周刊》的这篇报道并没有引起胜景山河、平安证券以及证监会的足够重视，两周之后的 11 月 30 日胜景山河拿到了证监会发出的核准批文开始 IPO 程序。

在胜景山河的上市仪式被叫停后，《每日经济新闻》12 月 17 日再发《胜景山河厂区暗访：设备生锈工人稀少》，并以《胜景山河回应漏洞百出反证招股书虚假陈述》逐条驳斥了姚胜的说法。18 日《每日经济新闻》又刊发了《平安证券保荐胜景山河　辅导上市还是辅导造假？》，直指平安证券不尽责。连续多篇重量报道引发了舆论的热烈关注，之后亦有多家媒体均报道了胜景山河的相关情况，其中《财经》杂志刊登了深度实地调查报道《胜景山河虚实》，直指其造假上市的若干重大疑点，影响力较大。

证监会责令保荐机构平安证券立即详细核查，核查结果很快就已经上报证监会了，但是证监会迟迟未公开核查报告，也未见到胜景山河发出澄清公告。直到 2011 年 4 月 6 日，胜景山河再上发审会，证监会发审委否决了胜景山河 IPO 申请（首发后事项）。

在胜景山河被否后的新闻通气会上，证监会有关负责人称，“根据中介机构的核查报告，胜景山河的招股说明书未按要求披露下列事项：一是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

岳阳市明明德商贸有限公司是胜景山河的主要客户之一，根据相关规则，2007 年 12 月至 2008 年 5 月之间明明德商贸与胜景山河之间存在关联关系，招股说明书中未披露明明德商贸与胜景山河间的关联方关系和关联交易。二是平江汉昌建筑公司、岳阳辉轮贸易公司和深圳诚德商贸三家公司 2008 年向胜景山河采购黄河金额分别为 400 万元、600 万元和 508.24 万元，均超过招股说明书披露的第五大客户采购金额，招股说明书未披露上述直销客户情况。此外，胜景山河存货金额大，其中库存原酒 2.21 万吨存放于防空洞中，成本约 1.45 亿元，占期末公司资产总额的比例约为 1/3。证监会有关部门在抽查审计工作底稿中发现，胜景山河未对报告期末存放在防空洞的原酒实施盘点，会计师亦未对实施监管等审计程序，'对该部分重要存货未获取充分、适当的审计证据。'”该负责人还表示，“胜景山河销售收入确认符合会计准则的规定；存货是真实的；相关用水用电指标符合行业情况和公司实际情况，不存在外购黄酒进行勾兑的情形”。

证监会发言人的措辞中，并没有明确一个公众关心的问题：胜景山河的销售到底是否造假？

收入确认符合会计准则的规定，与收入是否造假并不是同一概念。从证监会的角度，没有确切的证据，指控一个企业造假是很难的，但从证监会否决胜景山河 IPO 这事项看，应该是对胜景山河收入真实性持严重怀疑态度的。

2011 年 11 月 29 日，证监会向相关中介机构下发相关罚单：向保荐机构平安证券出示警示函，并撤销平安证券胜景山河项目两名签字保荐的保荐代表人资格。对平安证券处罚的理由是“胜景山河保荐机构平安证券及其保荐代表人的尽职调查工作不完善、不彻底，对胜景山河的销售及客户情况、关联方等事项核查不充分，未对胜景山河前五大客户进行任何函证或访谈；也没有对会计师工作进行审慎复核”。此外，会计师事务所、律师事务所及相关责任人都受到了处罚，但作为信息披露第一责任人的胜景山河公司及相关人员却未受处罚。

从对保荐机构处罚的角度看，前文提及的 3 个在通过发审会后又被撤销 IPO 许可的项目各不相同：2008 年过会的立立电子，仅被撤销了发行人上市资格，证监会并未对中介机构进行处罚；2010 年过会的苏州恒久，除被撤销上市资格外，证监会还向保荐机构出具警示函、12 个月内不受理 2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

名保荐代表人负责的推荐；而胜景山河案对保荐机构的处罚最重。

截至2011年11月，共有10名保荐代表人先后被撤销资格，其中8人未按时参加保代培训或未及时转会，2人存在注册材料虚假问题，尚无一人是因为项目原因被撤销保荐代表人资格。胜景山河案开创了因项目原因撤销保荐代表人资格的先例，也从侧面可以看出证监会对胜景山河案的性质认定是较为严重的。

在处罚胜景山河的保荐机构的同时，证监会表示下一步将完善保荐制度，尽快推出《保荐业务内部控制指引》；同时加大保荐业务监管，进一步加大处罚力度。对保荐机构监管的力度随着一件件震惊市场的案例越来越严格。

而令人不解的另一件事是，因涉嫌造假倒在上市敲钟前一刻的胜景山河，竟然在被否后3个月内就获得了PE的新投资。据《证券时报网》报道，2011年7月2日，中科招商创投、华鸿景开、中瑞国信、中科沙钢和中科汇通5家战略投资者以增资扩股方式，斥资1.275亿元入股胜景山河1700万股，占胜景山河目前5100万股总股本的33%。增资后，胜景山河总股本将扩张至6800万股，中科招商创投等5家战略投资者持股比例为25%。在2011年7月这次增资扩股中，5家战略投资者以7.5元/股、16倍的PE入股风口浪尖的胜景山河，高出当时酒类板块市场8～10倍PE估值的一倍左右。

倒在上市门槛上的胜景山河尽管获得了中科招商系的大笔增资，公司名称也更改成了“湖南胜景干黄酒业股份有限公司”，但其生产经营却每况愈下，资金链断裂步入穷途。据《中国经济周刊》报道，2014年，胜景干黄开工不足，大部分时间处于停产状态，全年实际销售总额不到1000万元；2014年6月，胜景干黄在农发行岳阳分行1.3亿元左右的贷款到期，公司100余亩土地、厂房设备和大部分原酒抵押给了该行，该行于2014年10月向法院申请了财产保全；不止于此，除因胜景干黄·珍藏精品触发回购条款、尚需支付4000万元以上的赔偿款外，胜景干黄还欠供应商、广告商等款项1000多万元，欠社会上投资公司及部分员工集资款2000多万元，欠管理人员工资19个月，生产人员工资12个月，营销人员业绩奖励两年未发，金额超过1200万元。2014年12月22日，胜景干黄员工集体走向岳阳市政府，希望当地政府全面接管企业，并动用欠薪保障金，偿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还企业拖欠他们的数十个月工资。而致力于把岳阳打造成为“中国新型黄酒之都”的胜景干黄实际控制人姚胜，从2014年7月开始“失联”，在员工的愤懑声中，在媒体的注视下，留给中国资本市场一个深刻的背影。

相对于没能上市成功的胜景山河的老板姚胜，上市后才被发现造假的绿大地、万福生科等公司的原实际控制人落得牢狱之灾，敲钟的一刹那，天堂地狱之隔！这些老板因为在资本市场上圈到了钱，坐几年牢后依然是亿万富翁，也让我们反思A股的造假成本是不是太轻？

胜景山河案也给很多即将发行上市的公司留下了“心理阴影”。在之后相当长一段时间内，很多IPO公司的上市答谢酒会都安排在了敲钟仪式之后，以避免出现上市酒会进行中上市被叫停的尴尬一幕，敲钟之后也可以更安心的喝庆功酒了。

资本市场制度建设
保荐制度（四）：保荐制缺陷及争议

2006年股权分置改革基本结束，中国证券市场进入全流通市值时代。全流通的巨大财富效应诱惑着很多企业走向上市之路，不够条件创造条件也要上。

投行业务量也因此大增，投行人都奔波在各个项目现场，部分投行人甚至同时负责着五六个项目的推进。在抢市场、多挣钱的整体氛围下，风险控制被很多投行有意无意地忽略了。在2010年，绿大地、苏州恒久、胜景山河等多个证券市场丑闻集中爆发了。

案件频发后，证监会加强了对保荐代表人的监管力度。2010年8月26日，证监会公告：因招商证券保荐代表人周凯在保荐桂林三金IPO时，未参与现场尽职调查，对保荐代表人周凯采取12个月暂不受理与行政许可有关的文件的监督管理措施。这是证监会第一次对查实的、未亲自参与项目的保代予以暂停资格的处罚。

为了进一步督促保荐代表人勤勉尽责，证监会在2010年修改了发审会答辩陈述要求，从发行人代表主答改为保荐代表人主答，且要求两个保荐代表人都要发言。此举一方面督促了保荐代表人要熟悉项目，不能光做“签字机器”；另一方面也进一步提高了保荐代表人在项目中的作用和话语权。保荐代表人也从2010年开始出现了分化，2010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年之后发行人都知道要挑选保代了。一些业务能力较差的保荐代表人即将被市场淘汰。

2010 年上市公司财务造假案件集中爆发将保荐制推上了风口浪尖，媒体质疑保荐机构和保荐代表人未能发现企业造假，甚至猜想保荐机构沦为企业造假帮凶。

但是客观来说，企业造假上市是上市资源稀缺、IPO 审核制下上市标准严格、现行法律制度对造假处罚力度不够、各方利益主体为了谋求上市后的巨大利益而“合谋”将企业推上市等多重因素的产物。

毋庸置疑，在中国当前的经济政策环境和资本市场环境下，上市意味着巨大的造富效应，尤其是股改后全流通市值时代，资产证券化成为推动企业上市的最大动力。在巨大的利益面前，企业造假上市冲动的提高并不是一件奇怪的事情。

除了赚取保荐费用、承销费用的保荐机构之外，律师、会计师也会因为上市而赚取中介费用；由于 A 股的高发行价、高估值，投资企业的 PE 机构和其他投资人会因为所投资的企业成功上市而在二级市场上退出获得巨额的收益；地方政府也会因为企业上市拉动当地的 GDP、增加当地的税收而增加在任政府班子的政绩。这些利益主体都难免会有动机想办法推动或帮助企业达到上市标准，将企业推上市。

相比之下，保荐机构因为要承担保荐责任，且赖以生存的牌照还掌握在证监会的手里，反而会相对谨慎；各券商也不希望收入有限的保荐业务影响到其他业务的发展。

而负责审核上市的证监会在整个政府部门中地位并不高，对造假上市的发行人惩罚难以有效实行，加上司法执法环节也未能跟上，对造假的惩处几乎没有什么震慑力。

绿大地、万福生科这样查明了造假的企业都无法让其退市，对主谋造假的实际控制人的处罚也有限，更不用说那些没被切实查出造假行为的企业了。天能科技、新大地等企业只被处以很少的罚款，直接责任人也没有刑事责任。胜景山河甚至未受到任何处罚。

马克思曾经说过：“如果有 50% 的利润，资本就铤而走险；为了 100% 的利润，资本就敢践踏一切人间法律；有 300% 的利润，资本就敢犯任何罪行，甚至冒绞首的危险。”当一件事情的收益远大于成本时，指望“道德的血液”是完全不现实的事情。

在监管处罚力度不足的情况下，指望保荐机构或者其他中介机构来杜绝造假，只能是缘木求鱼。

此外，很多券商内控制度设计存在缺陷导致保荐业务风险与绩效背离，也会引发潜在的风险。

国内投行保荐业务大多采用的是团队制，即由一个部门领导带领一批投行员工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（含若干保荐代表人、准保荐代表人和普通员工）组成一个业务部门，这个业务部门独立核算、独立考核，业绩与团队的绩效完全挂钩。甚至有些公司采用了团队可以在自担成本的情况下拿走收入的绝大部分的类承包模式。

由于一个 IPO 项目周期非常长，项目组会花一整年甚至更长的时间在一个项目上，在这样的激励机制下，项目组会想尽办法确保项目成功发行，风险控制就很有可能被忽视了。而面对一年甚至数年时间累积起来的动辄几十本、上百本、总计数万页的底稿，指望保荐机构的内核人员去发现项目存在的所有潜在问题，也实在是勉为其难。当风险与绩效考核出现背离的时候，风险的暴露几乎是必然的事件，只是时间问题而已。

就保荐制本身而言，也存在着重大的制度缺陷：根据证监会的规定，每个保荐代表人同一时期只能签一个保荐项目，在这个项目发行完毕之前，不得再签新项目；创业板推出后，证监会也仅允许同时签一个创业板项目和一个主板项目。即所谓的保荐“通道制”。

这种设计的初衷是为了让保荐代表人认真负责一个项目的执行，以有更充分的时间来完成充分的尽职调查工作。但这一制度的弊端在于项目的周期不确定，当一个保代同时参与数个项目时，无法保证在一个项目上报时自己的其他签字项目已经过会并发行完毕，特别是在项目多而保代数量有限的情况下。因此，从投行整体角度考虑，安排空闲的保代对其本来没有参与过的项目签字几乎成了必然。

这样一来，实际承做项目的保代由于没有签字，也就在形式上对该项目不需要承担责任，收益和风险同样是背离的。

直到 2012 年，证监会终于将保代的签字权放开到主板和创业板可以同时各签两个项目、并进一步加大了保荐代表人的责任之后，这种项目实际负责人不是签字保代的情形得以大幅减少。

尽管保荐制确实存在某些制度缺陷，在实践中，这些相关缺陷也不断被发现并予以完善；但造假上市是一个系统性问题，从根本上来说就是利益与风险的严重不匹配，仅调整保荐机构或保荐代表人的利益与风险匹配问题无助于真正解决问题；杜绝造假，只能在加大对造假者的处罚和降低造假者的收益两个角度入手，这需要整个社会法治环境的改善与提升。

在有法必依、执法必严能够做到之前，造假上市很难杜绝。这并非强化保荐责任能够完全解决的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二重重装
福岛核事故引发央企退市

二重集团（德阳）重型装备股份有限公司（二重重装），是中国第二重型机械集团公司（中国二重）旗下的主要公司，承继了中国二重除军品生产外的全部主业资产，为钢铁企业、发电设备制造企业、石油化工企业、造船企业、汽车企业等提供重大技术装备和重型铸锻钢产品。公司在高端冶金成套装备和各类大型、超大型、特殊材质的装备制造业关键铸、锻件的生产制造方面具有国内领先优势，多项制造能力处于国内最高等级。

而其母公司中国二重是国务院国资委直属的大型企业集团，即所谓的央企，在国务院国资委央企名录中排名靠前。中国二重前身中国第二重型机器厂始建于1958年，1971年全面投产。中国二重是为国民经济和国防建设提供重大技术装备的国有重点骨干企业，1993年被国家确定为全国120家试点企业集团，1995年被国家确定为57家计划单列企业集团，1999年被中央列为53户关系国家安全和国民经济命脉的重点骨干企业，是国家21家重大装备国产化基地之一。

然而，这家老牌央企的核心业务子公司IPO之路却并不顺利。2008年4月24日，二重重装首次IPO申请被证监会发审委否决，这似乎是证监会首次否决央企的A股IPO，一时间业内震动。

证监会当时并未披露否决理由。深圳证券交易所2010年董秘培训班内部课件中介绍，二重重装首次IPO被否理由为“2007年7月二重重装的国有大股东中国第二重型机械集团公司（中国二重），以原由二重重装无偿使用的58项专利和136项非专利技术，向申请人前身——重装公司增资，评估价为2.16亿元。但是重装公司设立时，中国二重已将设计研究院、工艺研究所等科研部门投入重装公司，相关权利及非专利技术已由重装公司和二重重装掌握并使用多年，并已体现在二重重装过往的业绩中。证监会据此判断认为，上述无形资产作价增资的合理性严重不足。如果将这些无形资产按综合年限10年进行摊销，将导致二重重装的过往经营期间盈利能力的可比性存在严重缺陷，对投资者造成误导”。简而言之，就是中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二重是用二重重装本已经使用多年，甚至并不能确认产权归中国二重所有的专利技术向二重重装出资，存在出资不实且作价不合理的情形。

2009 年 IPO 恢复审核后，二重重装对前次申请被否事项进行了整改，第二次 IPO 申请于 2009 年 12 月 9 日获得证监会发审会审核通过，2010 年 1 月初拿到批文启动发行。1 月 22 日成功发行 3 亿股 A 股，发行价为 8.5 元，募集资金总额 25.5 亿元。然而上市首日公司股票即出现破发，收盘时较发行价下跌了 4.12%，显示投资者对二重重装的前景并不看好。

市场是对的，两个月后二重重装交出了上市后的第一份年报，2009 年扣非后净利润较 2008 年下降了 32.83%；2010 年扣非后净利润较 2009 年再度下滑 26.46%，经营活动现金流量净额也迅速恶化到超过 -4 亿元。但是，投资者绝对没有想到未来 4 年公司业绩的大幅滑坡：2011 年度公司亏损 1.39 亿元，2012 年度亏损 28.89 亿元，2013 年度亏损 32.07 亿元，2014 年度亏损达到 78.98 亿元！亏损金额越来越触目惊心。

一个在国民经济中处于重要地位的央企，一家有着先进技术水平的高端装备制造商，为何会在上市后业绩下滑得如此惊人？

上市前二重重装主营业务中，冶金设备板块是重要的收入来源，占收入规模近 50% 的比例。然而随着中国钢铁行业全行业产能过剩及经济不景气背景下对钢铁需求量大减，中国钢铁行业进入到全行业亏损状态，很多上市钢铁公司一吨钢的利润还不到一斤白菜的价格。下游不景气使得二重重装的营业收入连年下滑，且应收账款回收困难。

二重重装也提前预判到形势的变化，在上市前即着力发展清洁能源设备，包括核电设备和风电设备等。尤其是在核电设备上投资巨大，期望凭借公司先进的技术储备赢得国家核电站建设高潮中的大量订单。

2009 年，二重重装启动了镇江重大技术装备出海口基地建设项目建设一期工程建设。工程项目总投资约 35 亿元，其中固定资产投资 32.5 亿元，主要建设大型核电、石化容器厂房、成套重型装备厂房及重大件江海联运的重型专用码头，形成年产 5 套第三代核电重型压力容器，1 万吨超大型、重型石化容器，4 套冶金等成套设备，10 台大型起重机等的制造能力和 138 万吨的码头年吞吐量。

然而，天有不测风云。2011 年 3 月 11 日，日本福岛发生里氏 7.0 级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地震，福岛核电站发生了泄漏事故，引发全球对核电发展的再次关注。福岛核电站事故发生后，国务院暂停了审批新核电项目，并启动了对核电设施的安全检查。而这一停，就是近4年时间，直到2015年春节前辽宁红沿河核电站二期工程（5、6号机组）才再次获得国务院批准，宣告核电新项目重新启动[㊀]。

福岛大地震震垮了福岛核电站，也直接将二重重装雄心勃勃的投资计划震砸了。已经投下去的巨额资金没有能够产生回报，资金成本和折旧金额巨大，加上之前既有核电设备产能利用率严重不足，直接导致了二重重装2011年度的亏损。核电站建设停滞多年，加上原有主业的不景气，终于压垮了二重重装。

连续三年亏损被暂停上市的二重重装扭亏无望，面临退市风险。2013年国务院国资委将中国二重划拨给另一央企中国机械工业集团有限公司（国机集团），二重重装换了新大股东，但依然没能扭转公司退市的命运。2014年，二重重装曾提出向国机集团出售资产以实现盈利而“保壳”（维持上市地位），但最终国资委否决了方案，二重重装的退市进程已经不可逆转。

2015年春节前，上市满5年的二重重装公告了一份《要约收购报告书》，国机集团拟按照2.59元/股的价格收购二重重装的流通股，本次收购以二重重装的股权分布符合退市要求为生效条件，正式启动了二重重装的退市程序。二重重装成为继ST长油后第二家退市的央企，也是第一家由大股东以要约收购方式使公司股权分布不满足上市条件从而退市的公司。

2.59元的退市要约收购价，与5年前8.5元的发行价，相差甚远！

农业银行
A股织布机

2010年，A股市场成功发行上市345家公司，募集资金总额4883.28

㊀ 其间，2012年12月，带有中俄能源合作背景的田湾核电站，是唯一获批的特例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元，其中的重头戏是7月份农业银行的A+H股上市。农业银行A+H股合计募集资金超过1500亿元，其中A股募集资金685.29亿元，为当时全球最大规模IPO项目，直到2014年阿里巴巴在纽交所上市才超过农业银行的募集资金规模纪录。

与2006年工商银行A+H股IPO发行时相比，A股对这种航母级公司的承接能力已经有了质的变化，证监会已经不用留出窗口期专供农业银行上市了。从6月17日农业银行刊登招股意向书到7月15日上市期间，A股共发行了21只新股，其中在农业银行发行日前后两天分别发行了4只新股，新股发行节奏没有受到任何影响。而2006年工商银行发行时，从2006年9月26日工商银行上发审会开始至10月19日工商银行发行缴款日止的20几天里，没有再安排第二家公司IPO发行。

其实农行上市的市场氛围比工行上市时略逊一筹：2006年工行发行上市前，整个A股市场是处于从低谷向上走暖的氛围中的，上证指数从年初的1100点左右涨到了发行前的1700点左右且呈现继续向上的态势；而农行发行前上证指数是从3100点左右持续下跌到2500点左右且没有止跌迹象，市场已经有舆论指责新股发行节奏太快。

在经历了5月份共计12只新股破发的破发潮后，A股新股整体发行市盈率出现了10%以上的下调；而在农行发行前一天和发行当天上市的5只新股竟然有4只破发，某种程度上，农行发行时有着巨大的“保发”[㊀]压力。

为了稳定新股上市后的价格，与工行发行时一样，农行也安排了超额配售选择权，即“绿鞋”机制[㊁]。在A股发行时，超额发行了15%的股份，募得89.39亿元，这些资金在7月15日至8月13日的一个月时间内用于维持发行价。也就是说，如果上市后一个月内股价不会跌破发行价，那么农行就多募集了15%股份对应的资金；如果上市后一个月内股价有破发的趋势，那么承销商就会在市场上以不高于发行价的价格回购最多15%的超额发行的股票以支撑股价。

㊀ 指保住股价不低于发行价。

㊁ 关于绿鞋机制的介绍，详见本书第3章“工商银行：航母级公司驾临A股”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

7月15日上市首日，农行A股开盘2.74元，最低2.69元，最终收于2.70元，护盘保发成功（农行发行价为2.68元）。一个月的绿鞋期过后，“脱了鞋”的农行在之后的一个月时间里依然保住了发行价。有意思的是，在农行A股上市的最初两个月，出现了罕见的“织布机”走势。

所谓“织布机”走势，是指股价波动范围极小，在分时图上显示为一上一下的形态，就像织布时梭子来回穿梭的形态。在农行上市后2个月的45个交易日内，竟然有28个交易日的最高价与最低价相差仅2分钱，尤其在8月11日起的26个交易日内有23个交易日呈现织布机走势，农行的股价在2.68 ~ 2.70元来回波动了一个多月（见图7-1）。

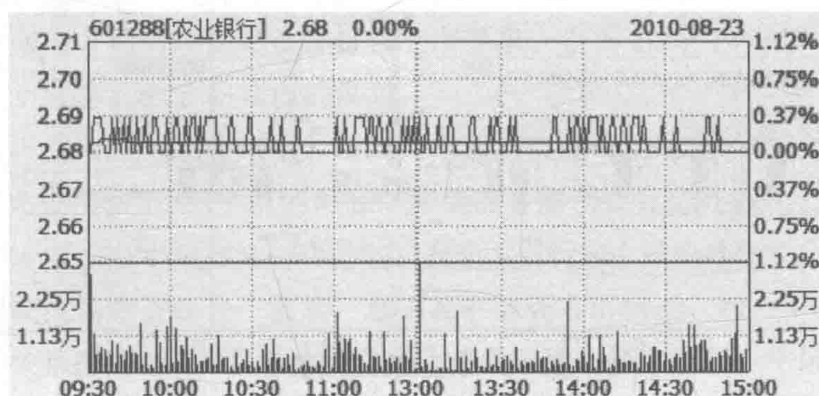


图7-1 农业银行股价

由于农行股价绝对值较低，2.68 ~ 2.70元虽然只有2分钱的差距，但振幅却达0.746%，即2.68元买入后2.70元卖出的人，当天可以获得0.746%的价差。相较于当时普遍0.04% ~ 0.05%的手续费，买卖一次还能有超过0.5%的净收益，而且近乎无风险套利。这样操作一个月，收益竟然可以高达10%以上。由于农行本身并不希望破发，市场也预期农行暂时不会破发，这样的织布机走势在上市后竟然持续了两个月。与此同时，农行H股已经上涨到了3.9港元，折合人民币达3.34元，较A股溢价23%以上。农行A股和H股上市后的走势出现了显著的背离。

然而9月16日这天，风云突变。受利空消息影响，一个月以来的织布机走势在10点08分突然被打破，每天横在发行价2.68元上数百万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

手、总额超过 12 亿元的买单突然消失，在 60 余万手的卖单冲击下，农行上市以来首次出现了低于发行价的 2.67 元的价格。没有买盘支持的农行股价在随后 7 个交易日内一路下跌至 2.52 元，跌幅超过 6%。上海证券报时评文章称，农行“织布机”散架成为击垮大盘的中子弹（见图 7-2）。

图 7-2 农业银行股价波动

截至 2014 年年底，在农行上市后的 4 年半时间内，股价有超过半数以上的时间是低于发行价的。

与工行相似，IPO 募得 1500 亿资金的农业银行资产规模和盈利能力均迅速提升，上市当年净利润较上年度增长 46%，之后业绩连续增长，至 2014 年度净利润规模已经达到 2000 亿元，是上市前 2009 年度净利润的 3 倍。

农业银行是中国传统四大商业银行中最后一个上市的银行，中行、工行、建行在 2006 年和 2007 年早已上市，农行的改制方案直到 2008 年年底才获得国务院批准。相比于其他几家银行，除了超过 8000 亿元的不良贷款包袱远超其他银行外，沉重的历史包袱也是农行必须面对的难题：尽管 2000 年以来，农行撤掉了 2.2 万余网点，分流了 16.8 万员工；但到 2006 年，农行还是有 3.1 万余个网点，是工行的 1.5 倍，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

岗员工有48万多人，比工行还多10万人。农行的改制难度远高于其他银行。

然而迫于资本金的压力，农行又不得不尽快完成改制以保障公司安全、健康经营，加上农行也是中国金融系统中重要的银行。2008年年底经过反复讨论后的改制方案终于获得了国务院的批准。2008年10月29日，汇金公司向农行注入约190亿美元资产（与1300亿元人民币等值）。2008年11月21日，经财政部批准，农行以2007年12月31日为基准日，按账面原值剥离不良资产8156.95亿元，其中可疑类贷款2173.23亿元、损失类贷款5494.45亿元、非信贷资产489.27亿元，财政部以无追索权方式购买该等不良资产。2009年1月，农行整体改制为股份有限公司。然而由于经营架构方面需要彻底整合符合上市要求，直到2010年4月，农行股东大会才通过了发行A+H股的议案。

农行在A股成功上市后，超级大盘股上市高峰期结束。截至2014年年底，A股历史上共25家公司IPO募集资金规模在百亿元以上，但在农行之后A股IPO募集资金过百亿的只有光大银行和中国电建两家公司。

超级大盘股IPO告一段落，意味着中国资本市场进入到一个新阶段，既有的关系国民经济命脉的大型公司大多数已进入资本市场，中国经济证券化水平大幅提高。由于大盘股在股指中权重较高，又是国民经济的代表性公司，因此中国证券市场股指的变化也已经可以在一定程度上反映经济的景气度。

后续再上市的公司就以中小企业为主了，与大型企业相比，这些企业成长空间很大。2010年之后，以创业板和中小企业板大多数公司为代表的一批中小企业迅速成长，盈利能力和市场影响力也在逐渐提升。在上证综指和深成指陷入低迷的几年内，中小板指数和创业板指数不断创新高。中国证券市场已经形成了大盘股为基石、小盘股争奇斗艳的态势，越来越多的投资者不再关注股指，而是着力于对个股投资价值的挖掘。大盘低迷，个股精彩，也恰好反映了中国经济整体处于困难与调整之中，但是部分优质企业在新经济新形势下脱颖而出的实体经济发展趋势。

超级大盘股上市高峰期过后，资本市场迎来了新阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本市场制度建设

IPO 询价制度（四）：监管预期与市场力量的博弈

2010 年 5 月，A 股市场出现 IPO 破发潮，当月有 27 只新股上市，其中 10 只股票的首日收盘价低于发行价，即上市首日就“破发”了。而在上市后一周左右的时间内，只有 4 只新股没有出现跌破发行价的情形。中签新股的投资者们不再享受无风险收益，从“中签即中奖”变成了“中签如中刀”。

可是，为什么打新一定会赚钱？新股不败的逻辑是什么？在一个市场里进行交易有赚有赔不是很正常的事情么？在强调公开、公平、公正的证券市场上，一部分投资者长期可以获得无风险收益是极不公平、极不正常的事情。在业内人士看来，“新股不败”神话的破灭正是发行体制改革成功的重要标志，是新股发行市场化的重要标志，是中国 A 股市场走向正常化的重要标志。

2010 年 5 月上市新股出现破发潮，直接影响了 6 月份发行新股的发行市盈率：5 月上市的 27 只新股平均发行市盈率为 58.39 倍，只有 7 只新股在 50 倍市盈率以下，有 9 只超过了 60 倍市盈率，最高达到 80 倍，平均网上申购中签率仅 0.939%。而 6 月发行的 23 只新股平均发行市盈率下降到了 45.25 倍，下降幅度达 22.5%，其中只有 6 只新股发行市盈率超过 50 倍，无一达到 60 倍，中签率也提高到了 1.037%。市场无形之手发挥的调节作用已经在 A 股市场显现。

然而，很多习惯了“新股不败”的投资者们接受不了了，“高发行价、高发行市盈率、高募集资金”的所谓“三高”现象被媒体爆炒，舆论开始指责投行和发行人贪得无厌。

新股定价机制也被指责存在严重缺陷：参与报价的网下投资者因为按照认购比例均分网下发行份额，划到每个投资者的金额很小，对于机构投资者们来说即便损失也非常有限，无法有效约束其报价行为。

以发行市盈率高达 80 倍的四维图新为例，其网下发行数量仅 1120 万股，但是有效申购数量达到 184 910 万股，超额认购倍数 165.1 倍，获配数量最多的机构仅配得 6.7838 万股，按照 25.6 元的发行价计算，需要资金仅 173.77 万元。即便上市后股价下跌 10%，也仅损失 17 万元而已，对于资金规模动辄数亿的机构投资者来说无足轻重。

为了解决上述“三高”现象，2010 年 8 月 20 日，证监会在网站上登出“关于《关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》及《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定（征求意见稿）》公开征求意见的通知》，启动了对网下申购机制的调整。10 月 11 日，证监会公告了正式文件，自 2010 年 11 月 1 日起实行。

根据新文件的要求"在中小型公司新股发行中，发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，**合理设定每笔网下配售的配售量，以促进询价对象认真定价。根据每笔配售量确定可获配机构的数量，**再对发行价格以上的入围报价进行配售，如果入围机构较多应进行随机摇号，根据摇号结果进行配售"。"发行人及其主承销商须披露参与询价的机构的具体报价情况。主承销商须披露在推介路演阶段向询价对象提供的对发行人股票的估值结论、发行人同行业可比上市公司的市盈率或其他等效指标"。

这一规定出台是希望通过控制网下获得配售的机构数量来增加中签机构获配的股份数量和需投入的资金量，使机构在报价时能更加谨慎，并通过披露机构的具体报价情况为其增加报价的舆论压力。

2010 年 11 月 2 日，涪陵榨菜、老板电器和天广消防刊登招股意向书开始招股，成为新政试点的首批公司。根据新的配售规则，涪陵榨菜通过摇号的方式最终向 8 个网下询价对象分别配售 100 万股，每个机构认购金额 1399 万元；老板电器向 10 个询价对象分别配售 80 万股，每个机构认购金额 1920 万元；天广消防向 5 个询价对象分别配售 100 万股，每个机构认购金额 2019 万元。中签机构在新股认购上付出的钱都在千万级别，看似参与报价机构的责任增加了不少。

涪陵榨菜、老板电器和天广消防的发行市盈率分别为 53.81 倍、47.06 倍和 69.02 倍，平均为 56.67 倍。而在这次新股发行体制改革的文件下发后、改革正式实施前，启动发行的新股共 24 只，平均发行市盈率为 66.70 倍，似乎发行市盈率略有下降。但在 2010 年新政实施后共发行新股 53 只，平均发行市盈率为 71.17 倍，平均发行市盈率甚至较新政实施前有所提高。在这 53 只新股中，有 2 只上市首日即出现破发，多只新股在一周内即破发；到 2011 年年初，更是出现了连续 11 只新股有 10 只首日破发的情形。

实践证明，新政并未解决新股发行市盈率较高的问题，也没能解决新股首日破发的问题。

问题出在哪里？为何设想的政策目标与市场的实际博弈选择出现了较大的偏差？

在原规则下，尽管每家询价对象能够获配的金额较少，但只要报价在最终的发行价之上就一定能够获配，未必一定要报很高的价，但如果报高价那么一定会中签，破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发就必然有损失；而在新规则下，虽然每家询价对象最终获配的金额大幅增加了，但是中签率很低，配合发行人或者主承销商报高价的机构未必能够获得配售，也就不会有损失。这样的安排反而给发行人和主承销商寻求人情报价提供了空间。

其实，真正影响新股发行和上市价格的是整个证券市场的走势。2010 年 5 月和 2011 年 1 月出现的两次破发潮，都是在 A 股指数大幅下调期间。从发行到上市一般要间隔 10 天以上，如果在此期间大盘下跌幅度较大，则出现破发的概率就较大。数据还显示，新股发行市盈率的变化与前批次新股上市后表现有关，当前批次新股上市后表现良好、获得市场追捧的阶段，新股发行市盈率也会有所提升；而当前批次新股出现破发时，之后发行的新股发行市盈率则会出现明显的下降。

也就是说，市场这只“看不见的手”的调整是有效的，而行政调控的作用却不能与市场的作用等量齐观，应当作为市场调节的辅助手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 8 章 2011 年

市场调节显成效

2011 年度，A 股整体呈震荡下行态势，上证综指从年初的 2825 点下降到年末的 2199 点。但 IPO 市场依然火爆，全年共发行新股 276 家，发行数量仅次于 2010 年度。然而由于市场整体低迷，一轮又一轮的新股“破发”潮几乎贯穿全年，新股发行市盈率较 2010 年度显著下降，全年募集资金总额也只有 2743 亿元，远低于 2010 年 4893 亿元的历史天量。

在 A 股处于熊市阶段时，新股发行总会被舆论拿出来作为大盘下跌的替罪羊，要求停止新股发行的声音不断。为了推行新股发行改革，证监会这次坚持不暂停、不干预新股发行。在破发潮冲击下，部分新股发行市盈率逐渐下降到了 30 倍以下，因市场追捧导致的所谓“三高”问题在市场自行调控下得到解决。

在这一市场形势下，新股不愁卖的神话首次被戳破：2011

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年度出现了A股历史上首只因参与报价的询价机构数量不足而导致发行中止的新股——八菱科技，新股不再能够“任性”卖出。虽然过了五个月后，八菱科技重新启动发行，且首日上市涨幅高达62.48%。但这一里程碑式的事件，迫使市场的参与者开始正视A股IPO的怪现状，一度被认为是券商通过比拼销售能力而进行优胜劣汰的开始。

这一年，庞大集团和比亚迪由同一券商先后发行在定价策略和发行结果上的对比，双星新材因为高价发行导致新华保险包揽网下配售并损失惨重的教训，都给投行提出了一个新的命题，即发行人和机构投资者，谁才是投行的真正客户？尽管受到现有制度的约束，但中国的投行开始意识到股票销售能力的重要性，如何在发行人和机构投资者之间寻找到一个利益平衡点，未来将成为投行在市场上长期立足的关键。

2011年度还有两家公司的故事不得不说，一是创造了A股史上最惨痛打新经历的华锐风电，90元的发行价自上市后一路下跌，几乎套牢所有投资者；二是创业板造假上市第一股万福生科，系统性造假被曝光，最终引发了A股强制退市制度出台。

八菱科技
市场不相信眼泪

A股历史上首次发行中止

2011年春节之后，新股发行情况一直不理想，发行市盈率一路走低。不过，最出人意料的情形发生在南宁八菱科技股份有限公司（八菱科技）身上。2011年6月8日晚间，刚结束询价的八菱科技刊登了一份《首次公开发行股票中止发行公告》：“截至2011年6月7日（T-3日）15:00时，根据保荐机构（主承销商）民生证券有限责任公司统计，本次提供有效申报的询价对象共计19家，不足20家。根据《证券发行与承销管理办法》（2010年修订）[1]和《南宁八菱科技股份有限公司首次公开发行股票初步询价

[1] 根据该办法第三十二条：“初步询价结束后，公开发行股票数量在4亿股以下，提供有效报价的询价对象不足20家的，发行人及其主承销商不得确定发行价格，并应当中止发行”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

及推介公告》的有关规定，经发行人和保荐机构（主承销商）协商决定中止发行，后续事宜将另行公告。”

这是A股历史上首次因参与报价的询价对象不足导致的发行中止，这份公告具有划时代的意义，意味着A股市场的新股发行进入到了新阶段。

这次发行中止的出现并非毫无征兆。2011年上半年新股发行市场过于惨淡，2011年在八菱科技发行之前已上市的144只新股中竟然有116只出现了破发，破发比例超过八成；其中有10多只新股跌破发行价甚至超过30%，“中签如中刀”频频上演，投资者对新股的认购意向一降再降，网上发行中签率超过10%比比皆是。比八菱科技提前一周发行的万安科技（002590）参与网下配售的询价对象仅24家，距离中止发行仅一步之遥。

而首单发行中止落在八菱科技头上也并不太令人意外，这家公司资质确实一般，在低迷的市场中难入投资者的法眼。

八菱科技早在2000年就已经动了上市的念头，但直到2011年才通过证监会审核，上市之路并不顺畅。八菱科技的主要产品为汽车散热器、汽车暖风机等热交换产品，技术含量并不突出，毛利率水平仅略高于25%，公司的销售收入中有超过半数来自于上汽通用五菱，对上汽通用五菱有较大的依赖度。

根据《中国证券报》的报道，主承销商民生证券给出了33.5～40.2元/股的询价区间，相对应的市盈率在28倍左右。然而前文提到的仅有24家询价机构报价的另一家汽车零部件企业万安科技最终发行市盈率仅17.93倍，相比之下，28倍的市盈率对于很多投资机构来说显得偏高。

主承销商民生证券显然没有预料到会出现这样的结果，否则一定会找一些关系不错的询价机构参与报价，至少可以凑齐法规要求的询价机构数量。6月7日15点是询价截止时点，根据事后媒体的披露，直到报价截止前几分钟民生证券才意识到可能最终询价对象会不够20家，不得不接受询价失败的结果。

A股历史上首次发行中止事件之后，各家券商都对发行环节更加重视起来。自八菱科技发行中止后，6月又发行了16只新股，这16只新股的平均发行市盈率只有26.73倍，较5月27只新股平均发行市盈率36.39倍出现了明显的下降，而这16只新股中也仅有2只首日收盘破发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自2011年6月29日至9月8日，连续53只新股上市首日均未破发。八菱科技发行的意外中止，客观上使得新股发行市场各方博弈更加理性。

2011年10月17日，证监会发审委审议了八菱科技IPO会后事项并批准其过会。单纯因询价机构不足而中止发行是不需要再上发审会的。根据规定“在核准文件有效期内，经向中国证监会备案，可重新启动发行”，证监会发给八菱科技的核准批文要到11月底才会失效，10月底重启发行是不需要再上发审会的。

八菱科技之所以再上发审会，原因不在公司本身而是会计师的原因。由于公司的审计机构华寅会计师事务所因北海银河高科技产业股份有限公司2004年度的审计事项，于2011年5月25日受到了证监会的警告和罚款的行政处罚，八菱科技的签字会计师之一刘文俊也受到了罚款的行政处罚，公司更换了签字会计师，因而触发了会后事项需要重新上发审会的条件而再次上会。尽管有媒体指出相关会计师的处罚发生在首次询价之前，在前次发行时就应当中止并重新上会，但证监会并未追究此问题。

在八菱科技二次过会当晚10点多，新浪微博认证用户、《证券市场周刊》编委李德林发布了一条微博：“一上市公司老板，女，当过教师，后经商，生意做大，梦想上市。在证监会发审委的那间小屋子里声泪俱下，证监会官员跟发审委员，面对一个女强人突如其来的眼泪，众人惊讶，顿生怜惜之心。毫无科技含量的一公司在眼泪的轰炸之下，成功过会。”

这条微博引发网友和媒体的广泛猜测，有媒体指该条微博中所列的“上市公司女老板”为八菱科技的董事长顾瑜。近十年的坎坷上市路，好不容易拿到批文了，却不幸成为第一家发行中止的公司，以一种不太光彩的方式写入中国证券市场的史册，在发审会上洒下或委屈或感慨或激动的泪水可以理解。不过，根据八菱科技招股说明书披露的内容，公司并不存在不符合发行上市条件的问题，而发行价的高低也非发审委所关注的要点，发审会上女老板的眼泪并非发审委放行八菱科技的原因。

10月20日晚间，八菱科技刊登了股票重新询价和重新启动发行的公告，这次参与询价的询价对象有37家，符合相关规定，终于得以顺利发行。民生证券研究员这次给出的价格区间为21.26～25.15元，较前次给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出的33.5～40.2元的区间有了较大的折让。然而根据询价结果，询价机构的报价范围为9～22元，仍显著低于本次主承销商建议的价格区间。八菱科技和民生证券协商确定的发行价为17.11元，发行市盈率18.4倍，毕竟发行成功才是最重要的事情，价格低点无所谓。

中止发行的相关案例

在八菱科技之后，A股还出现了两家因询价对象数量不足而中止发行的公司。一家是贵州朗玛信息技术股份有限公司（朗玛信息），另一家是江阴海达橡塑股份有限公司（海达股份）。

朗玛信息于2012年1月6日刊登招股意向书开始招股，因询价机构只有18家而不得不在1月13日公告发行中止，因不涉及会后重大事项变化，18天后的1月31日即宣告重启发行，最终发行价为22.44元，较主承销商给出的30～40元的价格建议区间也有较大折价。不过，上市之后的朗玛信息却成为创业板大牛股，到2014年12月17日股价复权价达到448元，3年不到的时间内股价较发行价上涨了近20倍。

而海达股份发行中止则是受到了政策变动[⊖]的影响，海达股份于2012年4月17日刊登招股意向书开始招股，因询价机构只有19家而于5月8日公告发行中止，9天后即宣告重启发行，最终发行价19.8元，该发行价较前次询价的报价均价还提高了10%。海达股份上市后表现也不错，股价在上市后短暂破发，随即震荡上行，至2014年年末复权价触及40元，较发行价涨幅超过1倍。公司利润也从上市前的5180万元持续增长至2014年度的8300万元。

不到一年的时间内，连续出现3次发行中止的情况，显示新股发行市场化进入到较成熟的阶段。发行人、主承销商与投资者的博弈越来越充分，在投资者可挑选的新股较多的情况下，如何卖股票成为主承销商要考虑的重要问题。券商从“重保荐”“保过会”开始转向“重销售”，资本市场部的职能从尽量高价发行获得更多保荐承销费转变为首先考虑能否将股票卖出去的问题。而长期以来A股投资者面对新股不看资质只管闭眼申购

⊖ 在第9章会详细介绍海达股份中止发行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的情形也得到了显著改善。

证监会不再行政干预新股发行价格和发行节奏，而是让市场这只“看不见的手”去决定新股的定价发行，新股发行因资质与承销商实力不同而出现定价差异甚至是否能够顺利发行的趋势已经形成，主承销商开始思考要挑选发行人及培养核心客户……一切都表明新股发行体制市场化改革取得了明显的成效。

二次发行节外生枝

从两面针到桂林三金再到八菱科技，广西企业上市似乎总是会遇到这样那样的问题。八菱科技二次发行顺利结束没多久就有了新的风波。在其公告网上发行摇号中签结果的第二天（11 月 4 日），深圳电视台财经生活频道《内幕》栏目披露：八菱科技女董事长顾瑜因涉嫌职务侵占罪已被南宁公安局立案侦查。并称早在 2011 年 4 月 14 日，南宁警方就签发了立案决定书。

根据《首次公开发行股票并上市管理办法》，公司董事、监事和高级管理人员“因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见”的，不符合发行条件。而 4 月 14 日正是八菱科技首次通过发审会之后 3 天，也就是说，立案决定书并不影响八菱科技首次通过发审会，但是应该作为会后事项报告给证监会，而证监会如果得知此事就不会给八菱科技发出核准批文。在中止发行后，直到再次启动发行阶段，八菱科技和保荐机构均未对外披露此事，某种程度上涉嫌构成欺诈上市。

一时间舆论哗然，要求证监会撤销对八菱科技的发行核准的呼声很高。证监会要求保荐机构立即做出核查，并要求广西区政府出具说明。

根据八菱科技后来的公告：“南宁市公安局为确保侦查工作的顺利进行，同时考虑到不影响本公司的生产经营，采取秘密的方式开展侦查工作，未将立案情况告知本公司、本公司董监高、董事长顾瑜、董事长顾瑜所在单位，也未将立案情况告知负责本公司上市的中介机构。南宁市公安局经过侦调，没有发现举报材料中所反映的董事长顾瑜有职务侵占的犯罪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证据和事实，已于2011年11月1日依法做出撤案决定。”

“南宁市人民政府和广西壮族自治区人民政府对上述事件进行了核查，南宁市人民政府于2011年11月4日出具了《关于南宁八菱科技股份有限公司董事长顾瑜涉嫌职务侵占案件调查情况的报告》(南府报［2011］240号)文件，广西壮族自治区人民政府于2011年11月5日出具了《关于南宁八菱科技股份有限公司有关问题调查情况的函》（桂政函［2011］278号）文件，核查结论与南宁市公安局提供的情况一致。”

有了公安局的撤诉证明和广西区及南宁市的核查意见，证监会和交易所最终放行了八菱科技的上市申请。2011年11月11日，八菱科技在中小企业板成功挂牌，当日收盘价27.8元，较发行价上涨了62.48%。

华锐风电
史上最惨痛的打新记忆

2011年1月13日，华锐风电带着一系列的光环在上海证券交易所成功上市。

这家成立尚不满五年的公司，“是中国第一家开发、设计、制造和销售适应不同风资源和环境条件的陆地、海上和潮间带大型风电机组的高新技术企业。公司肩负重大装备国产化的历史使命，以向全世界、全人类奉献清洁能源为己任，并以自身的快速发展，带动了中国风电设备制造业产业链的快速发展，为打造民族风电产业发展做出了贡献，2008～2009年连续两年保持中国市场占有率第一。公司率先完成了具有自主知识产权的3MW系列陆地、海上及潮间带风电机组的研制工作，实现批量生产，并已为中国第一个海上风电场示范工程——上海东海大桥102MW海上风电场项目批量供货，34台海上风电机组现已全部实现并网发电。引领中国风电机组从兆瓦级向3MW级的全面升级，进入主流机型世界先进水平；公司目前拥有国内唯一经国家发改委、国家能源局授牌的国家能源海上风电技术装备研发中心。”

公司董事长韩俊良先生是“国家能源局能源行业风电标准建设领导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小组成员、国家能源局能源行业风电标准化技术委员会副主任委员、国家能源海上风电技术装备研发中心主任、科技部风电产业技术创新战略联盟理事长、全球风能理事会（GWEC）理事、中国资源综合利用协会可再生能源专业委员会副理事长、中国农机协会风能设备分会副理事长、公司3MW、5MW风电机组开发组组长"；也是"我国风电机组大型化、国产化、规模化最重要的引领者和实践者之一，他带领华锐风电成功打破国外的技术垄断，自主研发出适用于全球不同风资源条件的1.5MW系列、3MW系列陆地、海上和潮间带风电机组，培育出成熟的大型风电机组国产化配套体系，创造性的推进我国大型风电机组的规模化生产，引领中国风电设备行业实现了跨越式的发展。"

华锐风电上市前的22个股东大多都是PE投资者，其中不乏重量级的业内大佬：知名PE机构新天域资本（New Horizon）持有公司13.33%的股份，曾经出任上海证券交易所首任总经理的尉文渊控制的西藏新盟持有公司11.67%的股份，曾经出任申银万国证券总裁的阚治东为第一大股东的瑞华丰能持有公司3.97%的股份。

华锐风电上市前的报表极其靓丽，2007 ~ 2009年，公司实现净利润分别为1.27亿元、6.3亿元、18.93亿元，2010年1 ~ 6月实现净利润12.74亿元。另外，根据招股说明书披露，公司IPO前已经签订的重大销售合同金额超过154亿元，远超公司一年销售额，订单充足意味着未来发展前景良好。

根据2013年5月27日《21世纪经济报道》文章披露："华锐风电赶上了中国风电行业爆炸式发展的几年。用经纬创投合伙人方元的话来说，'风电行业起步之初到2011年前，中国风电发展独步天下，每年风场的新装机量都大于或等于历史安装量之和。'"

有多名PE大佬捧场，再加上炫目的业绩表现和未来预期，华锐风电毫无悬念地受到了投资者的追捧。有60家询价机构参与了报价，报价区间为60 ~ 138.68元，报价集中区域为80 ~ 100元。最终华锐风电确定的发行价为90元，发行10 510万股，募集资金总额高达94.59亿元。虽然募集资金总额没有超过百亿，发行价也未超百元，但90元的发行价是上交所历史上的最高IPO发行价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于华锐风电的发行日期为2011年1月5日，2010年度审计报告尚未出炉，按照2009年度净利润计算的发行市盈率为48.83倍；之后按照最终审计后的2010年度净利润28.16亿元计算，全面摊薄后的发行市盈率为32.14倍。在A股市场环境下，对于一个高速成长、行业前景广阔、在手订单充裕的公司来说，这个发行市盈率并不算离谱。

然而2010年第一高价股海普瑞酿成的惨案所带来的阴影还未消散，90元的发行价吓坏了A股二级市场的投资者。华锐风电上市首日开盘价87元，即刻跌破发行价，勉强爬升到了88.8元的吉利数之后，股价走势即开始了漫漫熊途。上市首日收盘价81.37元，较发行价下跌了9.59%，而首日的换手率只有28.62%不到三成，大部分中签者并未抛售华锐风电。

然而，这些继续持股的投资者们注定会后悔，尽管上市仅2个交易日之后华锐风电即发布了2010年度业绩将预增50%以上的公告，但股价依然持续下跌，7个交易日后股价已经跌至71.01元；之后虽略有反弹，但到上市满一个月的时候换手率累计尚未达到100%，而此时股价尚不足75元，华锐风电的中签者每中一签平均亏损在1.5万元以上。

华锐风电的股价在75元上下震荡了3个月，从2011年4月20日起的7个交易日内，公司股价从73.7元大幅下跌至64.74元，跌幅超过12%，距离90元的发行价越来越远。

引发这轮下跌的是公司2011年一季报。根据一季报披露，公司2011年一季度的净利润较上年同期仅增长1.02%，而经营活动现金流量净额为–19亿元，华锐风电的高成长泡沫彻底破灭，投资者纷纷抛售公司股票。

2011年中报结果更加令投资者震惊：2011年上半年实现净利润仅6.58亿元，其中还有超过1.6亿元为政府补贴；净利润较上年度下滑接近50%；2季度仅实现净利润2.2亿元；经营活动现金流量净额达到–40.86亿元。尽管中报公布两天前公司主要竞争对手金风科技披露的半年报显示上半年利润较上年同期下滑也达到45%，即整个行业进入衰退，但投资者仍然无法接受华锐风电的这一中期报告业绩。股价在中报公布后两个月内继续大幅下跌至19.25元，由于6月实施了10转10派10的分配方案，公司股价的复权价为39.5元，较发行价90元已经下跌了超过56%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2011 年度公司实现净利润仅 7.75 亿元，较 2010 年度的 28.56 亿元下滑了 72.84%，回到 2008 年的利润水平。更令人吃惊的是：2011 年年末应收账款余额高达 128.83 亿元，而 2011 年度公司确认的收入仅 104 亿元，这意味着 2011 年度几乎所有收入均未收回现金；公司经营活动现金流量净额为 –58.61 亿元；应收账款中有 50 亿元、接近 40% 的比例账龄已经超过 1 年，这意味着以前年度确认的利润有无法收回的风险；更重要的是，与三季报相比较，公司在 2011 年四季度首次出现了单季度亏损。

于是华锐风电的股价继续下滑，在 2011 年报公布前，公司股价已经跌到了复权仅 30 元的价格；2012 年年底公司股价复权价已经不足 20 元；2012 年度和 2013 年度连续两年巨亏，亏损数额分别达到 –5.83 亿元和 –33.46 亿元；截至 2014 年 6 月 5 日，公司股价创出了复权价 12.86 元的最低值。

2013 年 3 月 6 日，华锐风电刊登了一份《关于前期会计差错更正的提示性公告》，首次披露了公司 2011 年度财务报表账务处理存在差错，涉嫌虚增收入和虚增利润。4 天后，公司董事长韩俊良宣布辞职，尉文渊接任董事长。5 月 13 日尉文渊宣布辞职，王原接任董事长；5 月 29 日，证监会宣布对华锐风电立案调查。7 个半月后，华锐风电接到证监会再次立案调查的通知书。

在被证监会立案调查期间，华锐风电各种麻烦缠身：2011 年年末发行的 28 亿元公司债评级被从 AAA 级连续下调至 BBB 级，且被暂停上市；2014 年下半年，因触及债券发行时约定的 3 年期满投资者有权选择将债券回售给上市公司，而华锐风电账面现金已经完全不足以支付债券回售款，华锐风电债券面临违约风险；同时，华锐风电主营业务处于持续亏损状态，2014 年度扭亏无望，即将面临三年连续亏损，留给上市公司保壳的时间已经非常有限；公司市值依然过百亿，被借壳难度相当大……上市不满 4 年的华锐风电陷入绝境。

眼看公司即将退市，在多方努力之下，国内另一家著名 PE 深圳市东方富海投资有限公司出面暂时拯救了公司。东方富海组织投资者以 17.8 亿元受让华锐风电账面原值为 18.75 亿元的应收账款，由于该等应收账款已经计提超过 10 亿元坏账准备，应收账款账面净额仅 7.8 亿元，本次应收账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

款转让可以给华锐风电带来 10 亿元的净利润。17.8 亿元的现金，加上公司账面剩余资金，让华锐风电勉强渡过了债券回售危机。而应收账款转让的盈利，加上部分供应商豁免应付账款，使华锐风电也有望实现 2014 年度盈利，从而避免连续三年亏损退市的噩运。

东方富海及其组织的投资者通过定向资本公积转增股本合计获得 14.4 亿股华锐风电股份，并获得华锐风电第一大股东的地位。2014 年 12 月 31 日，14.4 亿股华锐风电股票市值为 44.64 亿元。

2015 年 1 月 9 日，华锐风电公告了《证监会行政处罚及市场禁入事先告知书》,《告知书》中详细披露了华锐风电 2011 年度虚增收入和利润的具体决策过程和制作虚假吊装单虚增销售收入的具体执行手段。证监会认定华锐风电的虚假披露行为属于“有预谋、有策划、系统性、有组织的财务舞弊，胆大妄为，情节恶劣，应当从重处罚”，并拟对相关责任人员予以相应处罚。2015 年 3 月 5 日，华锐风电的保荐机构安信证券公告因持续督导期间未勤勉尽责，提交的与保荐工作相关的文件存在虚假记载，被证监会处以暂停保荐机构资格 3 个月的处罚。

根据证监会的立案调查结果，华锐风电案被认定为 2011 年度财务造假，并未得出有关公司上市前业绩是否存在造假的结论。因此华锐风电不会被退市，也不会比照万福生科案或海联讯案对投资者进行补偿，而申购了华锐风电股票并导致巨额亏损的投资者们更是很难有依据去起诉华锐风电。

新订单不足，生产经营未见起色，上百亿规模的多年应收账款能否收回依然完全不能确定，但华锐风电得以在 A 股苟延残喘，其上市后股价一路下跌的状况已成为近十年来 A 股打新者最惨痛的记忆，无法抹去。

庞大集团、比亚迪
同行业公司，发行不同命

先后发行，命运迥异

瑞银证券有限责任公司（瑞银证券）是中国证券市场上首家由外资直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接入股的全牌照证券公司，由原北京证券有限责任公司重组后组建的新证券公司，瑞银集团（UBS Group AG）持有瑞银证券20%的股份㊀。而瑞银集团是全球知名银行，在全球金融体系中占有重要地位。

取得全牌照业务资格的瑞银证券在A股的IPO业务并不多，自2006年年底改制设立完成后，截至2011年单独保荐的IPO公司总计不超过10家，其中2011年度单独保荐了两家公司——庞大汽贸集团股份有限公司（庞大集团）和比亚迪股份有限公司（比亚迪）。

庞大集团的主营业务为汽车经销及维修养护业务。自2006年行业评比以来，公司一直为"中国汽车销售服务十大企业集团"第一名。截至2010年12月31日，经69家汽车供应商授权，公司可销售欧洲、美洲、日本、韩国及国产共83个品牌的汽车，年销售汽车近50万辆。然而有趣的是，根据庞大集团招股说明书披露，2009年和2010年度中国汽车产量前十家的公司中，唯独比亚迪尚未通过庞大集团销售汽车。

比亚迪进入汽车市场的历史并不久远，公司是从手机充电电池、手机部件组装业务走向新能源汽车业务的。2008年至2010年汽车销量复合增长率74.88%，在中国汽车工业协会公布的2010年轿车生产企业销量排名中位列第6位，并位居国内非合资轿车生产企业第1名。经过几年的发展，比亚迪已具备汽车整车和零部件的自主研发、设计及制造能力，强大的模具开发和生产能力，以及完善的整车及零部件检测能力。另外，2002年7月31日，比亚迪已经在香港联交所上市。

瑞银证券所保荐的这两家公司虽然具体业务有所不同，但均属于汽车行业大类。然而这两家同行业公司A股IPO的境遇却可以用冰火两重天来形容。

2011年4月6日，庞大集团正式启动IPO招股程序。经过初步询价后，共76家询价对象管理的128个配售对象在规定的时间内通过上交所申购平台提交了初步询价报价，报价区间为20～55元。庞大集团和瑞银证券确定了40～47元的发行价格进行累计投标询价㊁，最终确定发行价格

㊀ 据路透社报道：瑞银集团官网2015年6月8日发布的新信息显示，瑞银对其中国证券公司的持股比例增加至接近25%，一反近期各大银行退出合资券商的趋势。瑞银集团额外增购瑞银证券4.99%的股份，之前持股比例为20%。

㊁ 关于累计投标询价的介绍，详见本书第2章资本市场制度建设——IPO询价制度（二）：试水询价制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为 45 元。达到发行价格 45.00 元 / 股并满足《网下发行公告》要求的配售对象只有 22 个，网下认购倍数为 1.73 倍。也就是说，报价在 45 元及之上的配售对象还不到初步询价时报价的配售对象总数量的零头。按照 45 元的发行价，庞大集团 IPO 募集资金总额为 63 亿元，瑞银集团获得了 2.28 亿元的保荐承销费。

由于公告的累计投标的发行价格区间为 40 到 47 元，因此市场已经明确知道发行价将在 40 元之上。而根据发行公告，报价在 40 元以上的配售对象仅有 57 个，发行价远超报价的中位数水平。庞大集团 60 亿左右的融资额在当年已发行新股当中仅次于华锐风电，鉴于 A 股行情低迷，被新股破发潮冲击的打新资金选择了回避，最终庞大集团的网上发行中签率高达 21.568%，创造了 A 股网上发行中签率的新高。

2011 年 4 月 28 日，庞大集团在上海证券交易所上市，毫无悬念的破发。上市首日庞大集团股票开盘价 36 元，最高涨到 38.6 元，然后迅速回落，收盘价 34.58 元，较发行价下跌了 23.16%；上市后股票持续下跌，到网下配售新股的三个月禁售期结束可以流通时，股价早已跌破 30 元。参与网下配售的机构投资者们平均亏损额近 2000 万元。

比亚迪 A 股发行排在庞大集团之后，2011 年 6 月 8 日才启动 IPO，此时庞大集团的股价已经下跌到了 33 元左右。庞大集团发行上市的表现给比亚迪的发行带来了较大影响，只有 50 家询价对象的 89 个股票配售对象参与了初步询价，远少于庞大集团的询价对象规模。最终确定了 18 家配售对象，其认购倍数达到 5.13 倍，远超过庞大集团 1.73 倍的网下认购倍数。初步询价区间为 8 ~ 22 元，最终定价 18 元，发行市盈率只有 20.47 倍，不仅远低于初步询价截止日行业平均市盈率 41.74 倍，也远低于庞大集团发行市盈率 39.64 倍；庞大集团超募资金 40 多个亿，而比亚迪却没有募足，资金缺口超过 8 个亿。

18 元的发行价与比亚迪港股市价基本相同，在 A+H 股存在普遍溢价的情形下，A 股发行价显得偏低。由于比亚迪发行价较低，网下认购倍数较高，网上投资者的认购相比之前的庞大集团认购积极了许多，最终的网上发行中签率为 4.487%。比亚迪募集资金总额仅 14.22 亿元，而瑞银集团收取的保荐承销费只有 4550 万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2011年6月30日，比亚迪在深圳证券交易所中小企业板上市，最终收盘价25.45元，较发行价大涨41.39%。上市后连续6个交易日上涨，最高价达到35.55元，申购比亚迪新股的投资者们得到了丰厚回报。尽管上市后首份中报披露显示公司2011年上半年业绩同比下滑超过80%，但公司股价经历短暂破发后又很快回到30元以上。

瑞银证券遭质疑

这两单IPO发行后，业内出现了质疑瑞银证券的声音，认为瑞银证券在两个项目的发行过程中有失职业道德：因为从庞大集团和比亚迪在发行环节的显著对比来看，瑞银证券存在使用低价发行的比亚迪弥补了一些高价发行的庞大集团给投资者们带来的损失的嫌疑。

但对比参与庞大集团和比亚迪网下配售的机构名单可以发现，中签庞大集团网下配售的18家机构22个配售对象，只有广州明佳仓储有限公司、长江证券、易方达基金、工银瑞信基金4家机构参与了比亚迪的初步询价，且报价远低于发行价，可见庞大集团让投资者们伤透了心。

就询价机构的报价和最终定价而言，庞大集团的发行价格确实有些偏高，明显高于报价的中位数和加权平均数，瑞银证券确实有推高发行价谋取更多保荐承销费的嫌疑。

而比亚迪的低价发行却并非是瑞银人为操纵造成的，而是与公司自身业绩及市场环境有关。

尽管比亚迪实际控制人王传福曾经贵为中国首富，巴菲特也曾公开表示持有比亚迪H股，使得比亚迪A股上市有了“巴菲特概念”。但在A股上市之前，比亚迪的境遇却不太好：公司2009年下半年已经启动A股上市计划，但因申报期间涉及诉讼、变更了募集资金投资项目以及受到了行政处罚等多种因素影响，直到2011年5月才通过证监会发审会审核；在证监会审核期间，公司业绩不断下滑，2010年度公司净利润已经较2011年度下滑了33.48%，2011年1季度净利润同比下滑超过80%，且未见止跌迹象。与业绩下滑相对应的是，公司H股价格也在持续下滑，2010年10月时股价还在63港元之上，到2011年6月初股价已经下跌到了23港元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

左右。雪上加霜的是，比亚迪发行前 A 股市场正经历着最猛烈的破发潮，八成以上新股出现破发。而就在比亚迪刊登招股意向书的同日，八菱科技宣告发行中止。

为了保证 A 股发行能够顺利完成，比亚迪做了很多安排：将询价期间安排了整整一周（6 月 9 日 ~ 6 月 16 日），远超一般公司 3 天完成询价的计划；原股东大会授权发行不超过 1 亿股，根据市场情况实际发行 7900 万股，减少了 20%；甚至 2011 年 1 季度业绩大幅下滑的消息在发行阶段没有任何披露。

尽管最终比亚迪发行价偏低，但更多的原因应该是发行时间窗口的问题而不是瑞银证券的原因，如果比亚迪在庞大集团之前发行，或许也能发出不错的价格，募集资金也可能会多出好几个亿。

谁是投行的真正客户

对于庞大集团和比亚迪 IPO 不同境遇的讨论，使得中国投行界萌芽了一个新的认识：发行人还是机构投资者才是投行的真正客户？

表面上看，投行的收入是来自发行人的，发行人通过 IPO 成功募得资金，投行在所募集的资金中抽取部分佣金。但换一个角度看，作为卖方，投行卖出去的商品是发行人所发行的股票，而真正买单的则是作为买方的机构投资者。如果投行之前卖的股票价格高了或者质量不行，导致买方出现损失，日后投行再向买方销售产品就比较困难了。这就是比亚迪在庞大集团之后进行询价时出现的状况——上一次认购庞大集团的机构投资者参与数量寥寥。

从买卖关系的角度来看，机构投资者才是投行真正的客户，是投行长期稳定收入的来源。优质的公司或者市场好的时候不愁卖，等手里的公司不是那么优秀或者市况较差的时候，拥有长期稳定合作关系的客户渠道对于投行来说就显得尤为重要了。

为了再次销售成功，这时投行可能会需要以一个较低的价格重新赢回客户的信任。这就是为什么市场上有声音质疑瑞银证券发行比亚迪时价格偏低以弥补投资者损失的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在成熟市场上，如果为了收取更多承销费而定过高的发行价，伤害了机构的利益，就像是把鸡宰了以后就没有蛋吃了。当然，投行也需要服务好发行人，毕竟保荐承销协议是与发行人签的，如果发行人对投行有意见导致投行口碑不好，投行就会面临无产品可卖的境地，空有销售渠道也无能为力。所以通常情况下，专业的投资银行一定是从自己在这个市场上长期生存的角度出发，试图在发行人和机构投资者之间寻找到一个平衡点。

IPO 认购是否踊跃，买家是哪些，后市表现如何等，都是评判一次 IPO 发行是否成功的重要指标。投资银行作为市场上衔接发行人与机构投资者的桥梁，是凭着自己在市场上建立起来的信用而立足的。因此，投资银行在这个竞争的市场上长期存活必须珍视自己在市场上的信誉，这也是投行努力维持发行人和机构投资者之间平衡点的动力所在。

从 A 股现行的发行制度来看，目前中国的投行在机构投资者面前还是缺少话语权，因为中国的投行在 IPO 发行中还不享有自主配售权，也就是说在拿到优质股票的时候不能够优先考虑长期优质客户，这也影响了投行在股票发行过程中与发行人和机构投资者博弈的能力。

在 2011 年之前，由于从来不存在新股发行困难的问题，能够做好项目满足证监会的核准要求才是投行最重要的事情，过会了就能够发行，能发行就有钱赚。在这种情况下，保荐业务部门自然成为投行业务的核心部门，扩大保荐业务人员规模、保证项目过会率，是各家投行的统一认识；由于证监会在审核环节更多看中的是发行人是否存在法律问题和财务造假问题，投行关注的重点在于保证企业过会，投行的人员构成也以专业的律师和会计师为主。

在 2009 年新股发行价格放开管制后，发行价格越高意味着投行收入越高，各家投行开始重视资本市场部的建设；而当新股大面积破发潮出现后，新股越来越难卖了，买方利益才真正开始受到投行重视。

随着中国资本市场的发展与完善，在注册制到来之后，资本市场部的话语权会越来越重要，甚至可能取代原有的投行业务人员的重要性，中国投行业也将重新洗牌。而 2011 年是这一发展趋势的起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

双星新材
新华保险自酿苦酒

新华人寿保险股份有限公司（新华保险）在2011年底完成了A+H股IPO，然而这家机构在2011年受到市场瞩目，并非因为其自身IPO，而是因为其参与江苏双星彩塑新材料股份有限公司（双星新材）IPO事件。

2011年5月27日，双星新材公告了《首次公开发行股票网下摇号中签及配售结果公告》，网下发行结果非常罕见：双星新材网下发行总规模为1020万股，新华保险旗下的4个产品共获配990万股，占网下发行总量的97.06%，几乎是一家机构包揽了双星新材的网下发行，这种情况在A股历史上是头一遭。

自2010年11月1日起，中小企业板和创业板的网下发行方式进行了调整："发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定每笔网下配售的配售量，以促进询价对象认真定价。根据每笔配售量确定可获配机构的数量，再对发行价格以上的入围报价进行配售，如果入围机构较多应进行随机摇号，根据摇号结果进行配售。"[㊀]

在双星新材发行询价过程中，主承销商光大证券共收到并确认了24家询价对象统一报价的27个配售对象的初步询价报价信息。光大证券最终确定的发行价格为55元，根据这一价格，参与了初步询价报价，且其报价不低于本次发行价格的有效报价的配售对象仅有6个。

这6个配售对象均及时足额缴纳了申购资金，总申购股数为2100万股，大于网下的总发行数量1020万股。因此，发行人和主承销商将通过摇号抽签方式进行配售。配售时按确定的申购单位（30万股）依次配号并摇号抽签，最终将摇出34个号码，每个号码可获配30万股股票。中签的配售对象的获配数量为获配号码个数乘以申购单位（30万股）。

网下实际发行时，按照前述规则对2100万股配了70个号，在这70个号里摇号抽签确定最终配售结果。然而一共70个号，新华保险旗下的配售对象配到了68个号。在这种情况下，新华保险几乎包揽网下配售毫无悬念。

㊀ 详见本书第7章资本市场制度建设——IPO询价制度（四）：监管预期与市场力量的博弈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何会出现这种情形?

根据相关要求,《首次公开发行股票网下摇号中签及配售结果公告》应当披露询价机构的报价情况，通过对各询价机构的报价情况的分析，可以发现双星新材和光大证券本次几乎选择了最高价发行：24家询价对象的27个配售对象给出的询价区间是26.5～60元，从高到低排列的报价前三位分别为60元、58.08元和55元。由于在60元和58.08元的报价上，申购量均只有30万股（在60元和58.08元上各自只有一个配售对象按照最小申购单位进行了报价），不能满足网下发行数量的要求（1020万股）；而到了55元这一档则申购量达到了2100万股，超过了网下发行数量，双星新材和光大证券就选择了55元这个价位来发行。

55元的价格是双星新材可以选择发行的最高价，按照最高价发行显然违背了询价制的初衷。询价制是希望通过多家询价机构的报价，确定一个能够广为市场接受的价格，而不是确定一个能够满足发行的最高价格。根据询价机构的报价情况，24家询价对象报价的中位数为45元，加权平均数为43.38元；如果按照45元的价格定价，网下认购总量将达到2940万股，尽管新华保险的认购量依然在接近7成，但是一家包揽的情形将很难出现。

在刊登发行公告的时候，新华保险就应该已经知道自己要“中枪”了，发行价之上的认购总额只有2100万股，而新华保险自己报出的申购量就达到2040万股，除非新华保险放弃认购，否则包揽网下发行几成定局。

证券业协会在2009年出台了《关于做好新股发行体制改革后新股询价工作的通知》，明确规定配售对象出现报价高于发行价却不参与认购的，协会视情节轻重，给予相关询价对象纪律处分。尽管新华保险已经明确意识到可能会在这笔投资上遭遇亏损，由于新华保险当时正要冲刺IPO，在这个时候收到处罚通知显然不合时宜，两害相权取其轻，这大概是新华保险选择最终坚持认购的原因。

新华保险在双星新材网下发行上的操作可谓自酿苦果，所有询价对象的总认购股数仅6180万股，相当于6倍的认购倍数，其中有15家询价对象是按照认购的下限30万股提交的报价单。这15家询价对象很有可能压根就没打算中签，只是捧个报价的场，避免公司发行失败；而新华保险不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仅报了高价，总认购数还达到了网下发行总股数的两倍，拿到最多的股票是理所应当的。

面对高企的发行价，网上申购的广大投资者也采取了用脚投票的态度，双星新材网上发行中签率高达 65.521%，这个超高的网上发行中签率成为 A 股历史上一个难以逾越的记录。

这样的发行结果，毫无疑问上市后会出现破发。2011 年 6 月 2 日，双星新材在中小企业板挂牌上市，开盘价 45.76 元，最高价 51.81 元，收盘 48.7 元，较发行价下跌 11.45%，新华保险总浮亏超过 6000 万元。

之后双星新材股价持续下滑至 39.72 元，又短暂反弹至发行价之上。尽管 3 个月解禁期满后股价还维持在 50 元左右，但由于新华保险持仓量过大减持并不容易，其选择了继续持有该股票。然而新华保险不减持并没能阻挡股价下滑，很快股价跌破 30 元。

新华保险一直坚守着双星新材，到 2012 年 1 季度才减持了 230 余万股，减持均价在 35 元左右；2012 年 3 季度又减持了不到 100 万股⊖，此时减持均价为 11.5 元左右；2012 年 4 季度股价依然毫无起色，新华保险又减持了 528 万股，减持均价已经不到 10 元；到 2013 年 1 季报公告时，新华保险所持股份已经只剩下不足 250 万股，减持均价也在 10 元左右；2013 年 2 季度，新华保险最终清空了双星新材的股票。粗略计算下来，新华保险认购双星新材网下发行新股，亏损总额超过 3 亿元。

假设新华保险没有参与双星新材的询价，双星新材依然会发行成功，只是发行价会降低到 40 元左右，中签率或许不会那么高，募集资金规模也要减少 7.8 亿元，光大证券的保荐承销费会少收 3900 万元。但可能不会开盘就破发，投资者也会因此减少损失。

而作为主承销商的光大证券为了让发行人多募集一些资金，为了多收一些承销费，在本次发行中也未平衡交易各方的利益，而选择了满足发行成功条件的最高价来发行新股，最终的结果让整个市场都不满意。

在双星新材之后，新华保险再未参加过光大证券承销的 IPO 项目的询价发行。投行，应当对真正的客户——机构投资者有所敬畏，不可竭泽而渔。

⊖ 2012 年中期双星新材做过一次 10 转 10，股本规模扩大了 1 倍，此时的 100 万股合发行时的 50 万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

万福生科
IPO 造假产业链[一]

退伍老兵创办高科技企业

与 2007 年中小板造假第一股绿大地相似，万福生科（湖南）农业开发股份有限公司（万福生科）也是一家被发现上市造假的农业企业。公司被称为创业板造假第一股，其上市不满一年，就被发现存大重大财务造假行为，虚增收入、利润的规模都超过了绿大地，整个造假过程成为剖析 A 股上市造假手段的经典案例。

万福生科成立于 2003 年，注册地址在常德市桃园县，从事稻米深加工业务。这家公司最早就是一家夫妻店，由老板龚永福及其妻子杨荣华一手经营。

龚永福当年以坦克兵的身份参加了对越自卫反击战，荣立二等功，并落下八级伤残。他回乡后在粮站担任保管员，后来下海创办了一家大米厂，2003 年时引进了“大米淀粉糖加工”技术，设立了湘鲁万福公司，也就是万福生科的前身。

但这家小公司的产品科技含量非常高：2005 年与湖南农业大学合作参与国家 863 课题“大米酶法制取高纯度功能性低聚异麦芽糖”；2009 年公司循环经济生产模式的具体技术基础——“稻米深加工高效转化与副产物综合利用”，经以袁隆平院士为首的专家组鉴定，技术成果整体达到国际先进水平，在稻米葡萄糖结晶技术等方面居国际领先水平，荣获湖南省科技进步一等奖。其绿色农业和高科技的概念非常适合上创业板。

据《证券市场周刊》调查报道，万福生科当年上市意愿并不强烈，湖南省常德市金融办去公司做了三四次思想工作，后来市里又为公司上市专门召开了三四次座谈会，这样反反复复做了十多次动员，公司董事长龚永

[一] 本文部分内容参考平安证券投行内核部执行副总经理郑朝晖文章《万福生科 IPO 造假启示录》。郑朝晖笔名夏草，原为知名的 A 股资本市场“打假”专家，万福生科为平安证券保荐项目，故本章节对项目的部分情况介绍参考其文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

福才勉强答应上市。

2009 年，证监会推出创业板，第一批创业板企业被市场疯狂追捧，市盈率已成市梦率。万福生科带着循环经济、农业产品深加工、湖南省科技进步一等奖等光环，成为诸多 IPO 产业链上食利者看中的目标。

2009 年 9 月 24 日，深圳盛桥投资、南京鸿景创业投资以及一些专门从事 PE 业务的自然人增资入股万福生科；2009 年 10 月 7 日，公司召开股东会，决议将湘鲁万福整体变更为万福生科（湖南）农业开发股份有限公司，万福生科正式踏上了上市路。

PE 入股并完成股改后，在地方政府大力支持下⊖，2010 年 12 月底，万福生科将上市申请递交到了证监会创业板部。

2011 年 7 月 19 日，创业板发审会 2011 年第 49 次会议审核通过了万福生科 IPO 申请。万福生科的上市之路还算顺利，从股改完成设立股份公司到过会不足两年时间。

2011 年 9 月 15 日，万福生科成功发行 1700 万股，发行价 25 元，募集资金 4.25 亿元，9 月 27 日万福生科在深交所创业板成功上市。

例行检查发现造假丑闻

然而上市尚不满一年时间，万福生科就因一次证监局的例行检查而曝光了财务造假的丑闻。

2012 年 9 月初，湖南证监局对万福生科进行例行现场核查，发现公司 2012 年预付账款重大异常：公司资产负债表上预付账款余额 1.46 亿，而科目余额表上的预付账款余额超过 3 亿，账表数字不符。证监局检查组追查银行资金去向发现，万福生科打给粮食经纪人的钱又变成大客户的回款打回了万福生科的账上，万福生科涉嫌银行回单造假，由此揭开了万福生科财务造假的盖子。

9 月 14 日，万福生科公告收到湖南证监局《立案稽查通知书》，9 月

⊖ 《证券市场周刊》报道称：“常德市官方人士透露，2010 年，时任湖南省证监局局长曾领队分别拜访了证监会、上交所、深交所，还去平安证券了解湖南拟上市企业的申报进程。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

17日起对公司立案稽查。9月18日，湖南证监局立案稽查仅1天后，万福生科公告收到证监会稽查总队《调查通知书》，稽查总队直接对公司立案调查。稽查总队共出动17人调查，湖南证监局出动5人配合。

据说万福生科财务总监覃学军在面对证监局和稽查总队检查的过程中，将几套账本都交了出去，还将用来造假的私人控制的56张银行卡也都交了，稽查大队又在现场截获了存有2012年上半年真实收入数据的U盘，铁证如山，万福生科在劫难逃。

坊间传闻，在湖南证监局宣布对万福生科立案稽查后，万福生科董事长龚永福设宴款待证监局领导，希望将此事大事化小。不知何故龚永福提到万福生科上市也是证监局领导支持的，此时刚上任的湖南省证监局局长摔门而去，连夜致电证监会，证监会立刻启动立案调查程序，没容得万福生科通过其他关系来公关。进入立案调查程序后，案子再无法翻身，被彻底曝光只是时间问题了。

2012年10月25日，万福生科刊登了《关于重要信息披露的补充和2012年中报更正的公告》，首次承认中报数据造假：公司在2010年半年报中存在虚增营业收入约18 759万元，虚增营业成本约14 566万元，虚增利润约4 023万元，且未披露公司循环经济型稻米精深加工生产线项目上半年停产技改时间延长等事项。

2013年3月1日晚，万福生科刊发《关于重大事项披露及股票复牌的公告》，承认公司2008～2011年财务数据存在虚假记载，4年累计虚增收入7.4亿元左右，虚增营业利润1.8亿元左右，虚增净利润1.6亿元左右。由此公司可能存在因涉嫌欺诈发行股票等重大违法违规行为、财务数据调整后出现连续三年亏损或净资产为负等情形而导致公司股票被暂停上市的风险。万福生科造假案从中报造假正式升级为发行上市造假、欺诈上市。

根据万福生科的公告，在2008～2010年，万福生科累计收入的46.5%、累计营业利润的89.8%、累计净利润的82.64%都是虚假的，而真实的2100万元利润中，还有接近1000万元是来自补贴。这么高比例的造假，已经不能用业绩虚增、粉饰报表或者财务包装来形容了，是赤裸裸的恶意造假、欺诈上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解密造假产业链

对万福生科造假案件的分析成为发现A股上市公司造假的经典教材。这样肆无忌惮地大规模造假，为什么万福生科还能成功通过了证监会的审核？万福生科是如何用高明的造假手段来瞒过证监会发行部和发审委员的？中介机构是没能发现还是为虎作伥？

事后对整个造假事件复盘可以发现，万福生科的造假是个系统工程：其用公司的自有资金打到体外循环，通过虚构粮食采购和产品销售来虚增收入和利润。公司从原材料采购环节开始造假，所有的单据和资金流都能对上，但实际采购、生产和销售的量严重造假，用自买自卖的方式完成整个造假工程的所有环节。

据郑朝晖博士的文章介绍，为完成资金体外循环，万福生科借用了一些农户的身份去开立银行账户，并由万福生科控制使用，有些个人银行账户甚至连农户本人都不知道。

具体流程是，它首先把自己账上的资金打到其控制的个人账户上去，同时在财务上记录粮食收购的预付款，再相应地做粮食收购的入账，完成原材料入账。之后再把这些实际控制的个人账户的钱，以不同客户回款的名义分笔转回到公司的账户上，财务上对应地做这些客户的销售回款冲减应收款，再相应地做客户销售收入等账目，利用资金的循环达到虚增销售收入的目的。

为了避免被IPO的中介机构发现，公司巧妙地利用非关联方设置了“防火墙”，使得中介机构查不到造假的证据。

从采购环节来看，万福生科的模式是向无关联的粮食经纪人进行采购。利用经纪人进行采购，难以核查最终采购对象及采购的真实性，只要确保向粮食经纪人的每笔采购都是“真实”的，至于经纪人从哪里收来的粮食，根本无从查起。

券商和会计师在核查采购业务真实性方面通常只核查相关凭证——运输、称重、入库、签字、关联方核查、访谈经纪人，这些就是数据确实的证据，哪怕有现金交易也问题不大。

证监会预审员在IPO审核时曾对公司主要通过粮食经纪人采购稻谷的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真实性与合法性反复提出反馈意见[1]。发行人的粮食经纪人共58人，保荐机构和律师调查访问了武义安等42人，其余16位采购量较小的经纪人因各种原因未能联系上。中介机构取得了上述粮食经纪人的公民身份证、家庭户口《常住人口登记卡》等资料复印件并做了访谈，确认粮食经纪人与发行人及发行人的董事、监事、高级管理人员，以及发行人的股东方都没有关联关系。中介机构还抽查了2007～2010年发行人通过粮食经纪人采购的记录、文件和凭证，确认采购记录符合内控要求。

但是，中介机构没有考虑到，有可能出现下面这种模式的虚假采购：万福生科将已经实际入库的粮食运出，以农户的名义再次卖给粮食经纪人，粮食经纪人再卖给万福生科，即一批粮食多次入库，每次都有实际的入库记录，中介机构去抽查的时候，公司自然能够提供全套的"真实"采购凭证，利用粮食经纪人这个确实无关联的第三方，实现自我交易的目的。这样一来，资金流转的很完美，与货物的流转也都能对得上，就是库里的货"虚"了。

在销售环节上，万福生科的造假手段是利用无关联客户进行销售，但销售额是假的。

过往案例中，证监会在对拟上市公司的主要客户的核查要求非常严格，很多公司都被核查出通过销售给关联方进行虚假销售。而在万福生科案中，造假却是通过无关联的、有实际业务往来的客户进行的，但虚增的是交易金额。

证监会也重点关注了万福生科销售的真实性，保荐机构和律师核查了津市市中意糖果有限公司、常德市鼎城区裕佳食品有限公司、东莞市常平湘盈粮油经销部、中山民生粮食有限公司、佛山市南海区洪鲁粮油店、东莞市樟木头华源粮油经营部、湖南祁东佳美食品有限公司、湖南省傻牛食品厂、湖南双佳农牧科技有限责任公司、湖南张家界渝合食品厂等主要客户的工商登记资料、主要股东和实际控制人的身份证信息，并发出了调查问卷，确认这些客户与公司不存在关联关系；与客户签订的合同也给了证监会。

但是，事实已经证明：万福生科利用与公司发生实际交易的无关联的

---

[1] 参见万福生科招股时披露的补充法律意见书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

客户名义，虚增了销售，相关合同也可能是假造的。中介机构去核查关联关系自然查不出有关联性，销售几乎无欠款，大部分都现金回款了，没想到造假还是发生了。

在采购和销售环节都以非关联方（粮食经纪人、非关联客户）作为“防火墙”，掩盖了万福生科自买自卖的造假行为，中介机构采用常规的核查方法，就被万福生科骗了过去。

循环采购虚拟生产出来的产品又通过虚拟销售出去了，但是这里存在毛利率和税的问题：例如原材料花费 1000 万元，在销售时得收回来 1400 万，差额怎么办？收入规模做的越大，资金缺口就越大了，靠原有在账外的资金是玩不转了，必须要靠公司内部的现金出去支持整个造假的继续。

为了实现巨额资金的体外循环，万福生科采用虚列预付账款、虚构在建工程和固定资产的方式从公司内部把现金套了出来。

万福生科利用预付账款科目把钱从公司打出去，作为采购粮食的款项，但仅凭预付账款从经济合理性角度无法支撑大的金额持续发生。那么就要寻找其他资产科目来实现虚增资产套出资金的目的。存货是个好地方，粮食盘点问题是千古难题，在一座粮山中虚出一部分并非难事。但会计师要抽盘，做得太大了恐怕也难以不暴露，存货也不能搞得余额太大。在建工程和固定资产就要好很多，设备房产投资规模大，体量够大，且将来还可以通过多年折旧彻底做实了。于是，在建工程和固定资产就被选作了资金缺口的归位之处。

“万福生科在做资金的体外循环中也变换了很多种方式。比如有两个 500 万转出去，回来的时候不一定就是两个 500 万回来，可能会拆分成几笔，把回款的资金拆的比较零碎，想做哪个客户的回款，就假冒成这个客户把钱打回公司账户上。

“把款打回来之后就涉及一个问题，银行的回单上会显示成个人账户打回来多少钱，而不是客户打回来多少钱，为了掩盖这个情况，万福生科又伪造了大量的银行回单，私刻了若干个银行的业务章，盖在上面。他们做的单据很逼真，调查人员也是在反反复复翻银行回单的时候发现了蛛丝马迹，最终还是把这些造假的银行回单给找出来了。”

证监会稽查组负责人说：“不能说万福生科的造假有多么高明，但的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

确他们把所有东西都做全了。从购销合同到入库单、检验单、生产单、销售通知单以及采购销售发票等，这些单据凭证由专人开具。由于万福生科对应的粮食收购方都为农户或粮食经纪人，不能开具发票，因此采购发票也由万福生科开具，这样就能把所有的单据凭证全部自己解决，而不依赖外部的力量，具有很高的造假独立性。”

通过这种流水线式的造假，所有的合同、发票、入库单、检验单、生产单、销售单、发票等都有专人去开具，从形式上来看，每笔业务都没有问题，但实际上这笔业务却压根没有发生过。

万福生科案是个几乎完美的造假案例，什么凭证都可以齐备提供，中介机构搞了好几年，证监会也审了半年多，仅从材料上看没能发现造假并不奇怪，因为常规的核查手段无法发现隐藏在背后的真实问题。

但上市后万福生科疯狂地利用预付账款从公司套取现金，使得预付账款出现严重异常。湖南证监局和稽查大队直接从供应商账户、下游客户账户和万福生科银行账户入手，就迅速揭穿了万福生科资金运作的伪装，而中介机构是没有权限来核查上下游账户来发现问题的。

此外，生产环节也可以暴露万福生科的造假秘密。生产记录是可以造假的，但是否真的在进行生产通过实地走访还是能看出来的。按照万福生科造假的套路，他们是在玩资金倒来倒去的游戏，只有少量的生产就可以满足多次周转。

事后万福生科在承认中报造假的同时，还承认了停产：“普米生产线于2012年1月12日至6月30日累计停产123天；精米生产线于2012年1月1日至2012年6月30日累计停产81天；淀粉糖生产线于2012年3月17日至2012年5月23日累计停产68天”，整个上半年只有182天，停产情况下怎么会出现销售量和销售额大幅增长的情形呢？业务与财务自相矛盾，造假事实浮出水面。

其实在案发之前，万福生科IPO时招股用的2011年中报就出现了重大疑点：2011年上半年，公司存货余额从年初的1.9亿元增加到了2亿元，库存稻谷从年初的7.7万吨增长到了8.2万吨，2011年上半年采购了稻谷8.58万吨。2010年度公司采购稻谷总额才16.9万吨，而2011年上半年采购量超过了2010年的半数。万福生科的招股说明书中反复强调“稻谷（米）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的收购具有较强的季节性。稻谷的收购季节一般为每年7～12月，原材料库存在下半年会持续增加”，每年的上半年并不是稻谷的收获季，公司是从哪买到这么大量的稻谷的？

但当时公司已经通过了发审会，并没有人关注到这一异常现象。

万福生科造假设计的似乎很完善，但再完善的造假也会有暴露的时候，莫伸手，伸手必被捉！

处罚有限，造假主谋成谜

毫无疑问，万福生科是造假上市的第一责任人。

《证券法》第一百八十九条规定：“发行人不符合发行条件，以欺骗手段骗取发行核准，尚未发行证券的，处以三十万元以上六十万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。”

《刑法》第一百六十条规定：“在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票或者公司、企业债券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额百分之一以上百分之五以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役”。

根据上述规定，最终证监会给的行政处罚为：责令万福生科改正违法行为，给予警告，并处以30万元罚款；对龚永福给予警告，并处以30万元罚款；对其他责任人员给予10～25万元不等的罚款；龚永福和覃学军被终身市场禁入。

湖南省长沙市中级人民法院最终判决万福生科犯欺诈发行股票罪，判处罚金人民币850万元；龚永福判处有期徒刑三年六个月，并处罚金10万元。

平安证券受到了A股史上对中介机构最严厉的处罚：对平安证券给予警告并没收业务收入2555万元，并处以两倍的罚款，暂停其保荐机构资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格3个月；对保荐代表人吴文浩、何涛给予警告并分别处以30万元罚款，撤销保荐代表人资格，撤销证券从业资格，采取终身证券市场禁入措施；对保荐业务负责人、内核负责人薛荣年、曾年生和崔岭给予警告并分别处以30万元罚款，撤销证券从业资格；对保荐项目协办人汤德智给予警告并处以10万元罚款，撤销证券从业资格。

其他相关中介机构也都因此受到了相应处罚：对中磊会计师事务所没收业务收入138万元，并处以两倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。对签字会计师王越、黄国华给予警告，分别处10万元、13万元罚款，均采取终身证券市场禁入措施。对签字会计师邹宏文给予警告，并处3万元罚款。没收博鳌律师事务所业务收入70万元，并处以两倍的罚款，且12个月内不接受其出具的证券发行专项文件；拟对签字律师刘彦、胡筠给予警告，分别处以10万元的罚款，并采取终身证券市场禁入措施。

万福生科精心策划的财务造假手段精妙，性质恶劣，是创业板开板以来最大的造假丑闻，公众和媒体在指责万福生科造假的同时，也纷纷猜测谁是造假的最终主谋。

万福生科的实际控制人龚永福是曾经参加过对越自卫反击战的老兵，读书并不多；财务总监覃学军早期曾任职于桃源县一家木材公司和一家燃气公司，也可以说是一个“土会计”。案件爆发后舆论普遍认为龚永福和覃学军不太可能是整个系统性造假的设计者，认为他们没有那个能力和水平。有些人怀疑整个系统性造假是PE股东策划完成的，也有人怀疑是平安证券协助了造假。

客观地说，平安证券接手的时候已经到2010年下半年了，不太可能参与整个系统造假全过程。万福生科并非一开始就选中了平安证券，根据《证券市场周刊》的报道，2009年下半年，万福生科启动上市工作后，保荐人原本是光大证券，后来换成了长江证券，之后才又换成了平安证券。而根据一位曾在光大证券投行部工作的保荐代表人介绍，光大证券当年已经准备保荐万福生科上市了，但在内核时发现了该公司存在造假嫌疑；参与现场内核的某内核人员是湖南常德人，其亲属为万福生科提供包装袋，该内核人员通过其亲属了解到万福生科的包装袋耗用量远小于万福生科提供给光大证券项目组的数量，内核人员继续深入核查后果断决定放弃该项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

根据平安证券前任总裁薛荣年对《证券市场周刊》[⊖]记者的说法："2010年年底胜景山河案发后，平安证券内部都非常紧张，对于不符合上市条件的公司都颇为谨慎，而此时湖南省委一高级官员曾带着常德市的官员、湖南证监局的官员等找到了平安证券，常德市的官员不说声泪俱下吧，但也非常动容地说常德市已10多年没有公司上市了等。"

平安证券于2010年11月完成了万福生科IPO的立项程序，正式接手该项目；1个月后即提起内核流程，并于2010年年底通过平安证券的内核上报证监会；从8月20日进场到12月26日上报材料，平安证券在万福生科申报前的工作时间仅仅4个月，对于供应商和客户都相当分散的万福生科项目来说，尽职调查远远不够。可以说，刚刚在胜景山河案上出了问题的平安证券并没有真正接受教训，从而导致了之后的万福生科和海联讯案的持续爆发。

而PE股东策划造假一事，并没有得到更多证据的支持。

后续影响

平安证券因万福生科案损失惨重：除被罚没7665万元之外，为了能够减轻处罚，平安证券还出资3亿元设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金，先行补偿因万福生科虚假陈述而遭受投资损失的投资者，开创了中国证券市场保荐机构垫付投资者损失补偿金的先例，最终补偿专项基金共支付了1.79亿元补偿金。

在直接经济损失之外，平安证券的保荐业务大受打击。根据《证券发行上市保荐业务管理办法》的规定，"保荐机构、保荐代表人因保荐业务涉嫌违法违规处于立案调查期间的，中国证监会暂不受理该保荐机构的推荐；暂不受理相关保荐代表人具体负责的推荐"。2013年3月底4月初平安证券即已经被证监会立案调查，5月10日调查结果已经出炉，但因平安证券及相关责任人对处罚有争议，直到2013年9月底处罚结果才正式发布，加上被暂停3个月资格的处罚，平安证券因万福生科案实际被停了近1年的保荐业务资格。

⊖ 详见2013年5月28日《证券市场周刊》报道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

祸不单行，2013年年初海联讯造假案爆发，该公司也是平安证券保荐，证监会启动立案调查程序，直到2014年12月才给予正式处罚结果，平安证券的保荐业务资格也到2014年年底才得以正式恢复。停了近两年资格的平安证券保荐业务受到严重影响，大批保荐代表人离职，客户也纷纷离开。平安证券自2006年起连续7年IPO保荐家数行业排名位居前3位，2010年和2011年更位居行业排名第1位，在几个造假事件的打击下一蹶不振，持续了近10年的IPO业务市场领先地位轰然塌下，不得不艰难重生。

万福生科欺诈发行募集资金4.25亿元，最终被证监会罚款30万，被司法判决罚款850万，没有强制退市，没有要求强制回购股份，几乎所有人都认为这样的处罚不够重，但这确实是在当时法律规定限度内依法做出的处罚。

鉴于万福生科案的恶劣影响，证监会于2014年10月15日发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，对涉嫌欺诈发行的公司一律要求立即暂停上市，且暂停上市后一年内如果没有被撤销处罚或者被认定无罪的，强制终止上市。

但由于新老划断的缘故（上述关于退市的意见自2014年11月16日起实施），万福生科最终留在了证券市场上，没有被退市，新股东通过司法划拨的方式接管了公司。受到公司重组预期的影响，停牌20个月之后的万福生科在复牌后股价扶摇直上，不断拉出涨停。

案发前，龚永福及其妻子杨荣华共同持有万福生科8038万股，在湖南证监局对万福生科立案稽查前两个月，龚永福、杨荣华已经分别将所持的万福生科4019万股、700万股股份质押给中原信托融资1.5亿元，事后龚、杨二人用5000余万股抵债，截至2014年年末两人还持有万福生科3025.5万股。截至2014年年末，这3025.5万股市值超过3个亿，并在之后不到3个月的时间内又翻了一番。即使最终平安证券预先补偿投资者损失的1.79亿元全部由龚、杨二人承担，龚永福出狱后依然是亿万富翁。

2009年入股的PE和自然人股东们在万福生科案上得以全身而退并大赚特赚，当时入股的股东有深圳市盛桥投资管理有限公司、南京鸿景创业投资有限公司和苏州工业园区中晓生物科技有限公司三家机构，以及张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

苏江、余小泉、刘丽、陈鑫、邓鹰、彭志勇和李方沂七位自然人共出资 4905.6 万元。万福生科案发，正值上市即将满一年之际，如果案件推迟几个月才爆发，或许这些股东已经在二级市场上完成减持，变现殆尽了，而按照原定 2012 年 9 月 27 日的锁定期到期日，这些股东持有的万福生科股票市值高达 1.7 亿元。

万福生科案的爆发推迟了这些股东的变现进程，这些股东们均出具了补充承诺延长锁定期，但整个案件处理到最后也没有影响到这些股东们的股份，2014 年年底，这些上市前入股的股东终于可以变现了。

本案给广大投资者带来的最大希望是，尽管万福生科最终逃过了退市的惩罚，但却催生了整个市场期待的造假退市制度，愿该制度能够得到有效执行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第9章 2012年

市场化之路中断

2012年，实施了近三年的新股发行市场化改革已经初见成效：A股IPO平均发行市盈率已经下降到了30倍左右；市场对优质公司和资质较差的公司在定价上开始有了显著区别；很多公司已经不再有超募资金而是募集资金不足预期；八菱科技、朗玛信息等公司接连出现了发行中止事宜，股票销售能力开始得到投行重视。但这些市场化改革的成效在破发潮不断涌现、舆论指责新股发行速度过快导致股指下跌的情况下没能继续下去。

2012年中国股市走势不佳，尽管上证综指全年收于阳线，但股指一直在2000点的低位震荡；而相对照的是，逐渐走出金融危机的美国股市已经开始走牛。传统理论认为“股市是经济的晴雨表”，GDP增幅常年在7%以上的中国与仅在1%～2%的美国相比，股市表现与国家经济表现却差异甚远，投资者和舆论将A股熊市的罪魁引向了IPO。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在巨大的舆论压力下，证监会先是推出了新股发行制度的再次改革，重回新股发行定价有条件管制在市场依然继续下跌的情况下又放缓了IPO发行及审核的节奏。尽管证监会一再否认停发新股，但事实上从2012年10月26日之后整整14个月A股没有一只新股发行，创造了中国资本市场IPO停发的最长时间纪录。

2012年度只发行了149只新股，募集资金规模1017.94亿元，较2010年和2011年度显著下降。随着天能科技、万福生科、新大地、海联讯造假案的相继爆发，证监会对投资银行的保荐业务监管要求大幅提高，保荐业务工作量倍增。在发行节奏明显放缓、募集资金规模大幅降低的情况下，保荐业务的收益风险比明显下降，各家保荐机构的保荐业务均走向低迷，全行业面临转型压力。

资本市场制度建设
惊天一问：IPO不审行不行

2011年10月，时任建行董事长的郭树清调任证监会主席一职，接替在这一岗位上工作了近9年的尚福林。郭树清上任后，力推证监会部门内部轮岗，提出完善创业板退市制度、强制上市公司分红、严打证券违法违规、推动长期资金入市等各项新政，一个强势、高效的新主席形象展现在证券市场上。郭主席的改革思路很清晰：加强监管放松管制，建立诚信、公开透明的市场理念，改变重融资轻投资的局面，让资本市场更好地服务实体经济。

2012年2月10日，《经济观察报》刊发文章《证监会主席郭树清抛出惊人疑问：IPO不审行不行？》，披露了郭树清在证监会内部场合提出的这个疑问。一石激起千层浪，郭主席的这个疑问在业内引发了大讨论，一时间众说纷纭，叫好者有之，批评者亦不在少数。

证监会已经审核IPO十几年了，尽管早在1998年就将IPO审核机制从审批制改叫核准制，但证监会对IPO一直是实质性审核。那么，IPO为什么非要走审核程序呢？尽管市场广泛质疑证监会审核IPO是贪恋审批权力，在巨大的利益面前设置门槛用于寻租，但作为一个政府部门，在当前的社会环境与经济环境大背景下，证监会通过审核对拟IPO企业进行事先把关的制度依然有其存在的必要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证监会是证券市场的监管者，所谓监管，即监督+管理，除了监督功能还有管理功能。中国证券市场发展仅20余年历史，各方面机制尚不健全，用证监会领导的话说，是“新兴+转轨”的市场。在当前的市场环境下，证券市场在国民经济中的支持地位尚不明显，以银行体系为代表的间接融资依然是整个社会最主要的资金来源，证券市场对新上市公司的吸纳能力和众多公司强烈的上市需求成为突出矛盾。

在证券市场融资功能尚不足的情况下，谁能够获得上市融资资格就成为一个问题。在2002年以前，A股上市实行的是指标制，各省、各行业推荐其认为优质的公司上市；2002年开始证监会实施通道制，由主承销商推荐其认为优质的公司上市；2004年开始证监会实施保荐制，由保荐机构和保荐代表人共同推荐其认为优质的公司上市。不论指标制、通道制还是保荐制，证监会期望的都是能够选拔出“优质”的公司来上市，而证监会所制定的发行条件以及在审核过程中对拟上市公司的实质判断，均是体现“优质”公司才能优先获得宝贵的上市资源的思想。

在巨大的上市利益面前，必然会有大量公司铤而走险造假上市。为了维护证券市场上市公司的整体质地，证监会作为政府监管部门，也有必要有责任把好市场的入口关，尽可能甄别“造假”公司，将该等公司剔除在证券市场之外。

总之，证监会实质性审核拟上市公司IPO申请，是出于挑选优质公司上市、杜绝造假公司上市，以维护证券市场健康发展、保护中小投资者利益的职责所在。

但是，证监会是否有能力选拔出真正的好公司？证监会审核是否又能杜绝造假上市呢？

实践证明证监会并不具备这样的能力，严格的审核并未取得理想中的效果，符合证监会条件的公司未必是市场和投资者需要的公司。因此，才会有舆论指责证监会是为了揽权设卡寻租才维持审核权的质疑，才会有郭主席发出的“惊天一问”。

那么，IPO不审行不行？尽管证监会的IPO审核备受质疑，但是在参与主体以散户为主、投资者对企业投资价值判断的专业能力不足、投机炒作风盛行甚至资质越差的股票反而越受到投资者追捧、对违法违规行为惩罚力度有限的中国证券市场，如果证监会完全不审IPO了，还真可能带来难以估量的后果。

首当其冲的可能是劣币驱逐良币：严格的审核把关之下尚有漏网之鱼，一旦完全放开不审了，在惩罚机制尚不健全的当下，必然会有大量的公司肆无忌惮造假上市。那些没有造假的公司，为了免于被投资者误认为造假公司，更大可能是去寻求更好的上市地；而一旦造假上市的公司比例过高，投资者搜寻优质公司的成本会提高，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者会对整个市场的上市公司质量失去信任，被失去信任的市场必定会不再有生机。

其实实施所谓注册制的国家和地区，IPO也是需要经过审核的，例如美国和中国香港在许可公司IPO之前也会给出多轮反馈意见。深圳证券交易所研究人员对50家在近几年内于美国上市的公司案例进行了研究（包括9家中概股公司），研究显示：50家公司平均审核反馈沟通轮次为4.58次，最多反馈9轮；第一轮反馈平均要提50.52个问题，最多为105个；全部反馈意见平均为82.02个，最多为217个。

那么IPO到底应该审什么？经过多年审核，证监会已经意识到其不应为发行人的投资价值背书，证监会只需要审核信息披露的真实性、准确性、完整性即可，不需要也无能力对企业的投资价值进行判断。

2012年郭主席提出惊天一问后，证监会开始推行“以信息披露为中心”的发行体制改革。2012年起，证监会多次强调发行审核要以信息披露为中心，不再对发行人做实质性判断。审核过程中的反馈意见也从“请发行人说明”大量改为“请发行人补充披露”，招股说明书的厚度逐渐从200余页增加到普遍300页以上。

但是，另一个问题出现了，过多的信息导致了信息冗余的出现：大量的信息中无法突出投资者需要了解的信息，而只是满足IPO合法合规要求的信息。证监会的审核距离市场需要还有一定的距离。

至于造假上市，客观上说，证监会对财务真实性的审核非常严格。在审核过程中，证监会几乎对所有的企业都先做有罪推定，对几乎所有的异动财务指标均刨根问底。虽然审核中一般不会直接指责公司造假，但不能合理解释的财务数据变动会导致公司被否决，不少公司甚至没等到上发审会就被发行部的反馈意见“逼”得撤了材料。但由于证监会主要是就申报材料进行审核，而不是去企业现场实地调查，仅凭发行人和中介机构提交的申请材料判断发行人是否存在造假，确实也勉为其难。造假不可能完全通过书面审核来堵上。

事实上，全球各资本市场都存在财务造假的情形，并非A股市场独有；但在成熟资本市场上，造假会面临相当严厉的惩罚。例如香港发生的洪良国际造假案：洪良国际于2009年12月在港交所上市，仅仅过了3个月，香港证监会就向法院提出批准冻结该公司的资产的要求，并勒令公司股票停牌。2012年香港证监局与造假上市的洪良国际达成协议，洪良国际以回购股份的方式向股东赔偿10.3亿港元并退市；香港证监会撤销了洪良国际的上市保荐人——兆丰资本相关牌照并处以4200万港元的罚款，成为香港证券市场有史以来金额最大的一笔罚单。虽然并未披露是否追究了洪良国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

案相关责任人的刑责，但巨额赔偿和退市使得造假上市的收益远小于成本。

反观 A 股市场绿大地、万福生科案的处罚，尽管老板被处以几年的有期徒刑，但受到现行法律制度的限制，支付过“微不足道”的几十万罚金后，老板们几年牢狱之灾出来依然是亿万富翁，投资者的损失也未能得到弥补。造假上市收益远高于成本，才是造假不断的根源。源头不能预防，指望证监会的审核人员通过材料审核堵住造假之口，没有可能。

2012 年郭主席的惊天一问，引发了舆论的大讨论，注册制在 A 股资本市场开始萌芽，等待时机成熟。然而，注册制远还没到来，2012 年 11 月起 IPO 却真的不审了——史上最长的一次 IPO 暂停由此开始，直到郭主席离开证监会都未再恢复。

天能科技
预披露新政狙击造假上市

预披露新政显威力

2006 年以来，拟申请 IPO 的企业都会在上发审会之前在证监会网站上公开披露招股说明书（申报稿）。

2011 年 12 月 30 日，证监会发布了《关于调整预先披露时间等问题的通知》（发行监管函［2011］424 号），规定“自 2012 年 2 月 1 日起，发行人及其中介机构对中国证监会审核部门关于发行申请反馈意见落实完毕后即安排预先披露。2012 年 2 月 1 日前已通过初审会的企业仍按现行做法进行预先披露”。

根据上述“预披露新政”，2012 年 2 月 1 日晚，山西天能科技股份有限公司（天能科技）、美盛文化创意股份有限公司（美盛文化）和无锡华东重型机械股份有限公司（华东重机）在反馈意见答复之后，即在证监会网站上预披露了招股说明书。

同一天预披露的这三家公司之后的命运迥异：2012 年 3 月 2 日，证监会 2012 年第 33 次发审会审议通过了华东重机的 IPO 申请；5 月 4 日，证监会 2012 年第 78 次发审会会议审议通过了美盛文化的 IPO 申请；而天能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科技却在2012年4月23日被证监会终止审核。

天能科技并不是2012年第一家被终止审核的公司，根据证监会网站公开披露的信息，在天能科技之前，浙江中马汽车变速器股份有限公司、甘肃稀土新材料股份有限公司、湖南华菱线缆股份有限公司、俏江南股份有限公司、江苏瑞阳化工股份有限公司、上海华群实业股份有限公司、江苏金源锻造股份有限公司和深圳市力群印务股份有限公司8家公司已经在当年被终止审查。

然而，与这8家公司都不同的是，天能科技被终止的直接原因是一个月前的一篇报道。

2012年3月20日，《每日经济新闻》刊发了一篇深度报道《天能科技预披露新政第一股　阳光下的造假黑幕》，文章重点指出："金沙植物园第二期所需光伏项目""朔州和谐小区亮化工程""应县道路亮化工程"三个项目均是招标工作尚未开始、工程未完工或未验收，天能科技就将其确定为收入。除了上述三个工程涉嫌虚增销售收入外，文章还对其他几个项目的真实性提出了质疑。

文章见报后，舆论一片哗然：胜景山河案恍如昨日，又一个造假上市大案呼之欲出。报道内容非常详尽，所有读者均已经可以判断出天能科技确实涉嫌造假！这篇报道的记者署名张昊，而正是张昊两年前关于胜景山河的深度报道迫使其在敲钟前夜被紧急叫停。两篇报道的风格一致，报道的效果也一致。保荐机构民生证券甚至没等证监会的立案调查结果出炉，就主动撤回了天能科技的IPO申请材料。

引发《每日经济新闻》记者关注的，正是天能科技预披露的招股说明书：2011年是光伏产业的低谷，众多光伏行业上市公司陷入亏损，连曾经红极一时的无锡尚德都出现了亏损，而天能科技预披露的招股说明书却显示公司2011年1～9月的净利润已经较2010年度接近翻番。经营情况与行业整体情况完全背离，非常不符合常理。

根据《每日经济新闻》的报道，天能科技预披露招股说明书之后的第5天，周末刚刚结束的2月6日，记者就奔赴山西，对支撑天能科技业绩暴增的光伏项目展开了为期两周的实地暗访、调查。一个月后，报道出炉引发震动。又一个月后，天能科技主动撤材料了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

天能科技在发审会之前就折戟 IPO，是证监会预披露新政及媒体监督的共同结果。如果没有预披露新政，还是在发审会之前才预披露招股说明书，除非有线人举报，否则媒体不太可能在短短几天内就完成深度调查，拿出难以推翻的证据叫停 IPO；天能科技很有可能会蒙混过关，而发审会通过之后很快就会封卷发行，并且很可能在一级市场申购，如果后期监管层发现其问题，那么投资者可能会遭受实际损失，在现行的法律规定下，造假者也很难得到严惩。

提前预披露给了媒体和公众充分的监督时间，从而帮助监管层更及时、更全面地发现企业的问题。

其实证监会早就想提前预披露时间，2008 年 7 月 10 日，证监会发行部即发出《关于调整预先披露时间的通知》，要求“自 2008 年 7 月 1 日起，对所有新受理首次公开发行申请，我部将在发行人和保荐机构按照反馈意见修改申请文件后的五个工作日内在网上公开招股说明书（申报稿）。”这个通知的要求与 2011 年年底的通知要求并没有本质区别，但由于种种原因证监会并没能真正落实该通知要求，直到 2012 年 2 月 1 日才正式落地。

造假的后果

天能科技主动撤回了 IPO 申请，但并没有逃脱证监会的处罚。2012 年 8 月 21 日，证监会对大信会计师事务所进行现场检查，期间发现天能科技涉嫌财务造假。2012 年 9 月 21 日，证监会对天能科技和大信所涉嫌违法违规立案稽查。为天能科技发行上市提供服务的中介机构民生证券和北京君泽君律师事务所涉嫌未勤勉尽责、出具有虚假记载和重大遗漏的材料，后续也分别被立案稽查。

这是证监会历史上首度对已经撤回申请的拟 IPO 公司进行立案调查。很多人认为天能科技已经撤了材料，作为未上市公司就不应为证监会继续监管的对象了，但证监会之前多次强调发行人和保荐机构的责任是从申报之日起算，尽管主动撤了材料，但依然要对之前已经申报的文件真实性负责。

值得一提的是，天能科技是唯一一家未上发审会主动撤材料却被证监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会处以重罚的公司。虽然是造假上市未遂，但是撞在枪口上受到处罚并不冤枉。

2013年5月31日，证监会对天能科技案做了通报。根据证监会调查，“天能科技通过伪造作为入账凭据的工程结算书和虚构销售回款等，在应县道路亮化工程、金沙植物园太阳能照明工程、和谐小区太阳能照明工程三个项目的财务账册中有虚假记载，虚增财务报告收入8564万元，虚增利润合计3815万元，占当期利润总额的53.18%。销售回款近1.2亿元均来源于董事长秦海滨控制的四家公司，转款事宜具体由董事长助理刘俊奕策划、董事会秘书曾坚强参与组织实施”。

证监会认定天能科技虚增2011年1～9月财务报告收入和利润的行为违反了《证券法》等相关法律法规的规定；认定天能科技的董事长、实际控制人秦海滨、董事会秘书曾坚强、董事长助理刘俊奕、财务总监陈守法4人为直接负责的主管人员。对天能科技给予警告，并处以60万元罚款；对秦海滨、曾坚强、刘俊奕和陈守法给予警告，分别处以30万元罚款，并对秦海滨、曾坚强、刘俊奕采取终身证券市场禁入措施。

同时，证监会对民生证券给予警告，没收从事该业务的收入100万元，并处以200万元罚款；对民生证券责令改正并实施公开谴责的监管措施，限其在6个月内对内部控制制度、尽职调查制度等方面存在的问题进行整改，整改完成后向监管部门提交书面报告，监管部门将检查验收。对保荐代表人邓德兵、刘小群给予警告，并分别处以15万元罚款，同时分别采取终身证券市场禁入措施。

没收大信所从事该业务的收入60万元，并处以120万元罚款；对大信所责令改正；给予签字会计师胡小黑警告，并处以10万元罚款，采取终身证券市场禁入措施；给予签字会计师吴国民警告，并处以5万元罚款，采取终身证券市场禁入措施。

没收君泽君律所从事该业务的收入60万元，并处以120万元罚款；给予签字律师许迪、王祺警告，并分别处以5万元罚款。

在一系列罚单中，有两个人需要特别提及。一个是天能科技的董事长助理刘俊奕，另一个是大信会计师事务所的胡小黑。

刘俊奕的身份为董事长助理，并不是法定意义上的公司高管，这董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长助理甚至可能是为了行事方便挂名的，但依然被处以罚款并终身市场禁入；而公司财务总监陈守法（这真是个讽刺的名字）却仅仅被罚款而没有被市场禁入。

那么刘俊奕为何会被从重处罚？证监会对案件进行通报时，明确提到“刘俊奕实际履行天能科技的财务总监的工作”。根据《21世纪经济报道》2013年6月1日的文章《天能科技暗道：首例IPO撤单企业造假处罚案内幕》披露：“刘俊奕原为ST北生的财务总监，作为注册会计师，刘在业内有着丰富的实战经验。ST北生当年曾因为掏空上市公司资产、违规关联交易等重大违法违规行为轰动资本市场，时任财务总监的刘俊奕在那场乱局之后便离开了ST北生，后来被秦海滨引入天能科技，聘为董事长特别助理，在天能科技的资金倒腾运作上，此人出力不小。”

也就是说，刘俊奕其实是天能科技造假的策划者和实施者，很多造假上市的公司本身并没有能力完成系统性的造假，往往都会有类似刘俊奕这样的“高人”参与策划，而刘俊奕是第一个被证监会处罚的所谓“高人”。

大信会计师事务所的胡小黑引起舆论关注，则是因为天能科技被媒体报道涉嫌造假后证监会公告的一份名单。2012年4月13日，中国证监会公布了第十四届主板发审委委员候选人公示名单，胡小黑出现在候选名单之列。根据有关规定，证监会发审委每年会换届，委员可以连任但不得连任超过三届；而到换届的时候，国内业务排名靠前的会计师事务所和律师事务所均会推荐人选[⊖]，各机构的推荐人选在经过行业协会和证监会同意后，会形成候选人名单对全社会公示。

胡小黑2001年起即从事证券审计业务，时任大信会计师事务所副主任会计师，符合证监会对发审委员的要求；而大信会计师事务所的业务规模在行业内排名靠前，事务所本身也符合推荐发审委员的要求；大信会计师事务所推荐胡小黑成为发审委候选人时，天能科技案并未曝光。可能是工作人员疏忽，证监会没有关注到胡小黑就是已经被媒体曝光的天能科技的签字会计师，依然把他列入最终公示候选人名单中。

发审委候选人名单公示后，社科院经济学博士马光远发表博客《造

⊖ 一般情况下已经有创业板现任发审委委员的机构将不能再推荐主板发审委委员候选人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假帮凶胡小黑焉何候选发审委委员？》公开质疑，认为“如果连一家公司如此明显的造假行为都没有发现的人，最后成为发审委的委员，那将成为中国发行审核制度的最大的笑话和乌龙球”。在舆论质疑之下，胡小黑最终落选新一届发审委员。一年之后，胡小黑被证监会处以终身市场禁入的处罚。

与保荐了万福生科的平安证券相似，天能科技的保荐机构民生证券因此案受影响也很大。天能科技案发后，证监会对民生证券进行了立案调查，直到2013年9月处罚结果才最终下达，在此期间民生证券不被证监会受理任何推荐材料，民生证券的投行业务被迫基本处于停滞状态。

海达股份
发行新规引起中止发行

没有过渡期的新政

2012年5月4日，星期五，晚上8点左右，北京金融街附近阜成门内大街的一家饭店的包厢里，4个男人正在喝酒。这4个人是江阴海达橡塑股份有限公司（海达股份）的董事长、海达股份的保荐机构华泰联合证券的签字保荐代表人、资本市场部负责人和投行上海业务部的负责人。原本这应该是场轻松愉快的庆功酒，但酒桌的气氛却格外压抑低沉。

5个小时前，海达股份IPO的初步询价报价时间截止，然而参加报价的机构只有19家，没有达到满足发行定价要求的最低指标——20家询价机构报价。海达股份也因此成为继八菱科技、朗玛信息之后第三家因询价对象不足而被迫中止发行的公司。尽管已经不是首次中止发行，但事情出在IPO承销数量排名业内前5的华泰联合证券身上，还是让市场有些意外。

海达股份是2012年发审委审核通过的第一家公司，1月5日就通过了创业板发审会审核。由于已过会公司需排队发行，海达股份直到4月26日才拿到发行批文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从过会到领取批文的时间较长，给了海达股份与机构投资者们充分的预沟通时间。领取批文后，海达股份照例安排了3天的网下路演推介。整个路演过程中，投资者的反应比较积极，并没有任何意外征兆出现。

不过，就在海达股份拿到发行批文后的第二天，也就是4月28日晚上，证监会发布了一份名为《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》的文件。这份文件的核心目的是要解决“三高”问题，再次提出了限价发行。

文件规定了“根据询价结果确定的发行价格市盈率高于同行业上市公司平均市盈率25%的（采用其他方法定价的比照执行），发行人应召开董事会，结合适合本公司的其他定价方法，分析讨论发行定价的合理性因素和风险性因素，进一步分析预计募集资金的使用对公司主业的贡献和对业绩的影响，尤其是公司绝对和相对业绩指标波动的风险因素，相关信息应补充披露”，并明确警示“属于发审会后发生重大事项的，中国证监会将按照有关规定决定是否重新提交发审会审核”。事实上回到了通过对IPO发行价窗口指导解决“三高”问题的老路上。

海达股份于4月27日公告了招股说明书，当天是周五，之后的双休日与五一假期休市，交易所要到5月2日才正式恢复正常工作，因此路演推介安排在了5月2～4日[⊖]。

按照最新的新股发行改革指导意见，海达股份和保荐机构认为只要控制发行价不高于行业平均市盈率25%即可，却忽视了文件中另一条可能影响公司发行的条款：**“取消现行网下配售股份3个月的锁定期，提高新上市公司股票的流通性”**。

取消网下配售股份3个月的锁定期，意味着网下配售的股份在新股上市首日就可以抛售。2012年年初中国证券市场仍处于熊市阶段，少了3个月的锁定期对网下配售的投资者来说风险大幅降低，这项政策会极大提高网下配售投资者的参与意向。

以往证监会发布一项新政策时会预留一段政策实施的过渡期，但这次

⊖ 4月28日是五一假期调休的工作日，证监会作为政府部门在4月28日依然上班。由于4月27日是周五，之后交易所因五一假期休市要到5月2日才正式上班，证券从业机构也都是在5月2日才开始上班，因此路演推介安排在了5月2～4日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新政并没有留过渡期，文件中明确规定“自公布之日起施行”。

海达股份恰好是在新政发布前一天刊登招股意向书的，自然适用老的政策规定，因此，网下配售中签的投资者仍需锁定 3 个月。而新政出台之后再发行的新股网下配售均不再有锁定期限制。

在海达股份发行期间，浙江美大、东诚生化、顺威股份三家在 IPO 新政下发行的公司已经登场。显然，没有锁定期的新股会得到机构投资者明显的偏好。于是海达股份成为低迷的二级市场行情下第一只受到新政冲击的新股。

实际上，在海达股份网下推介路演过程中，已经有机构投资者询问其是否适用新规，但这个问题并未引起公司和保荐机构的足够重视。询价报价的时间理论上是 3 天，但绝大多数询价对象因为报价需要走机构内部的程序，大多都是到截止日的最后一小时才会陆续报价。

5 月 4 日下午 2:30，距离报价结束只剩半个小时，而报价平台显示参与报价的机构尚不足 10 家。这时保荐机构的资本市场部察觉到了异常，但临时找机构报价凑足 20 家却已然来不及了，截至下午 3 点整，参与报价的询价对象家数停留在了 19 家。很明显，询价对象们理性选择了放弃有限售期的海达股份网下发行，等待无限售期的新一批新股，导致海达股份 IPO 被迫中止。

坏消息总是传播得更快，第二天的《中国证券报》头版即刊登了《受 IPO 新政风暴尾波及海达股份中止发行》的报道。

由于《中国证券报》的定调，舆论普遍认为海达股份中止发行的主要因素是政策原因，并未过多关注海达股份本身资质和保荐机构发行是否存在过失的问题；而当初八菱科技和朗玛信息中止发行时，舆论则普遍认为公司质地较差是导致机构投资者不买账的原因。

与海达股份一样受到新政冲击的还有日出东方、同大股份、麦捷科技和博晖创新，这 4 家公司也都适用原有的发行规定。幸运的是，它们路演发行的时间安排得较海达股份晚一些。海达股份发行中止一度引发了这几家公司的恐慌，甚至有公司向证监会提出主动中止发行重新按照新规发行，但没有获得证监会的同意。在保荐机构和发行人对询价工作的空前重视下，4 家公司均成功发行。但通过 4 家公司的发行公告可以看出，部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

询价对象就是为了凑数来的，报价很低，有些报价甚至不足发行价的半数。从确定发行价的网下认购倍数来看，日出东方为4.81倍、同大股份为1.5倍、麦捷科技为2倍，均远低于大多数公司按照10倍左右网下认购倍数定价的惯例。

重启发行因祸得福

证监会也并未过多为难海达股份，5月16日晚，海达股份即刊登了《重新启动发行询价公告》，距离前次询价失败仅12天。而朗玛信息从询价失败到重启发行过了近20天，八菱科技更是长达4个多月。可以说，海达股份能够在短短两周内重启发行，《中国证券报》的报道客观上起到了正面的舆论导向作用。

在海达股份重新启动发行前，海达股份董事长和保荐机构又上门拜访了多家机构进行一对一推介。意料之外的是，很多机构投资者因海达股份中止发行一事反而特别研究了海达股份的招股说明书，公司受到了机构投资者更高的关注度。

重新启动发行后，海达股份未再安排网下路演推介，询价对象们直接报价。这一次的发行适用新规，网下配售部分不再有锁定期，共有59家询价对象的103个配售对象参加了询价。

这次与海达股份同一天发行的公司为华灿光电和德威新材，华灿光电有49家询价对象的91家配售对象参加询价，德威新材则是55家询价对象的73家配售对象参加询价，两家公司的询价对象和配售对象数量均少于海达股份。短短17天的时间，同一家公司发行，询价对象从19家增加到59家，也侧面证实了前次发行中止的原因不是公司资质问题，而是政策冲击导致。

最终的发行结果还算令人满意：第二次询价最终确定的发行价为19.8元，共募集资金3.3亿元，超过计划募集资金4500万元。而如果首次发行成功，根据首次询价的报价情况，发行价也只能定在17～18元，重新询价一次多募集了3000余万元，这3000余万元可以覆盖海达股份本次发行上市需要支付的中介机构费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2012年6月1日，海达股份在深圳证券交易所成功挂牌上市。海达股份上市之后不久，证监会明显放慢了发行节奏并最终暂停了IPO，直到2014年年初才有新股发行。搭上了末班车的海达股份顺利度过了2012 ~ 2013年的宏观经济不景气的冲击，上市后公司业绩持续增长，净利润规模已经从2011年度的5180万元增长到了2014年度的超过8300万元。

洛阳钼业、浙江世宝
限价发行遭遇市场检验

窗口指导“地板价”发行

2012年一共发行了149只新股，其中上半年发行104只，进入8月之后，新股发行节奏明显降速，总共只有17只新股在8月1日后刊登招股意向书启动招股。

在当年最后发行的5只新股中，有两只新股的发行引起了舆论的极大关注，分别是发行价只有3元的洛阳钼业和发行价只有2.58元的浙江世宝。全年发行价最低的这两家公司，都是从H股回归A股发行的公司。

机构投资者对洛阳钼业IPO发行的参与度很高，共91家询价对象的156个配售对象参与了询价，报价区间3 ~ 9元，总认购倍数达到36.29倍。

洛阳钼业发行初步询价截止日的行业平均市盈率为31.47倍，按此市盈率计算的发行价为6.92元；初步询价的加权平均报价为5.82元、中位数为6元，以按照通常的10倍左右网下认购倍数计算的话，发行价甚至可以定在6.2元。

按照上述四个可能的发行价中任何一个价格发行，都是符合证监会要求的，也都可以被市场所接受。但是，最终洛阳钼业确定的发行价格是3元，这是所有配售对象报价的最低价，而网下认购中报出此价格的爱建证券恐怕都想象不到自己还可以获得认购资格。

显然，洛阳钼业并非是按照发行人和主承销商的意愿确定的发行价，其发行定价受到了证监会的行政指导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

洛阳钼业原本拟在A股发行5.42亿股新股，拟募集资金约36.46亿元；但迫于发行价被压低到了3元的地板价，洛阳钼业决定降低发行股数到2亿股，以避免低价发行对公司权益损害太大。

为何证监会要出手限价？

自2009年恢复新股发行以来，虽市场有争议，但新股市场化发行一直没有停下来，市场调节之手已经开始发挥作用。2012年5月以来股指持续下跌，证监会没有立即停止发行新股，只是放慢了给发行批文的速度，希望能够减少对市场的冲击。但在洛阳钼业发行前，上证指数已经下跌到2100点左右，是2009年8月的3478点后37个月来的新低，跌破2000点指日可待，沪市成交量每天仅500亿上下，要求证监会停发新股救市的舆论压力非常大。证监会放行了洛阳钼业的发行，但希望洛阳钼业能够减少募集资金规模，以减少对市场的冲击，于是采用了对洛阳钼业发行限价的措施。

但是，在洛阳钼业同期发行的其他公司并没有遭遇限价措施，为何只有洛阳钼业被限价发行呢？一个很重要的原因是洛阳钼业同时还在H股上市。2012年9月19日（初步询价截止日），洛阳钼业H股当天收盘价、前5日、前10日和前20日收盘均价折合人民币分别为2.91元/股、2.89元/股、2.80元/股和2.58元/股[⊖]。也就是说，如果按照6元左右的正常询价结果发行，洛阳钼业的A股发行价将两倍于H股二级市场交易价格。于是，结合之前中国石油、比亚迪等公司A股发行定价参考H股二级市场价格的惯例，证监会对洛阳钼业进行了限价发行。

尽管发行价已经高于H股价格，但限价发行的结果依然让H股投资者极为不满，发行公告披露后，洛阳钼业H股当天大幅下跌9.8%。低价发行让A股投资者喜出望外，认购踊跃，洛阳钼业的网上认购中签率仅0.447%。公司上市首日收盘价9.63元，涨幅高达221%，这也是2009年新股恢复发行以来上市首日收盘价最高涨幅。而参与网下认购的配售对象们也是赚得盆满钵满，按照上市首日收盘价计算，156个询价对象共赚了接近4亿元，这是证监会发的红包！

9月26日上证综指盘中跌破2000点关口，勉强收盘于2004点；9月

⊖ 按照初步询价截止日港元兑人民币汇率1∶0.8177计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

27日上午有传闻称证监会召开会议拟宣布暂停新股发行，股指午后迅速拉升超过3%；尽管证监会迅速通过媒体辟谣，但上证指数依然以2.6%的涨幅收盘。9月27日晚间，浙江世宝刊登招股意向书宣布开始招股，证监会用事实回应了新股停发的传言。

根据招股意向书，浙江世宝拟发行不超过6500万股A股，拟募集资金5.1亿元。为了能够顺利完成发行，浙江世宝安排了长达16天的询价推介计划，直到10月23日才询价截止。

10月25日浙江世宝刊登了发行公告，在此之下前，上证综指涨到了2115点，浙江世宝公告发行后连续3个交易日下跌至2058点，尽管浙江世宝拟募集资金仅3870万元，但市场心理之脆弱可见一斑。

与洛阳钼业如出一辙，由于初步询价截至日前，浙江世宝2012年10月22日H股收盘价、前5日、前10日和前20日收盘均价折合人民币分别为2.04元/股、2.04元/股、2.10元/股和2.01元/股[㊀]，最终浙江世宝发行价确定为2.58元，几乎是网下配售对象报出的最低价，网下发行认购倍数高达730.67倍。

浙江世宝也同样选择了缩量发行，最终总发行量仅1500万股，募集资金总额3870万元，创下了十年来A股IPO募集资金规模最小的纪录，这个募集资金总额甚至还不足以支付多数IPO项目的发行费用。无奈之下，保荐机构招商证券最终只收了400万元费用，而总的发行费用也只有不足900万元。

“超级小盘股”浙江世宝上市首日受到了市场的狂热追捧，开盘价15.62元涨幅超过500%，最终收盘价18.75元涨幅超过600%，全天换手率高达95%，首日涨幅和换手率创下了A股记录。

低价发行难阻上市热情

洛阳钼业和浙江世宝是2012年新股发行的两个极端案例，之前尽管也有新股发行定价的窗口指导，但还从未出现过按照询价结果的“地板价”发行的情形。于是很多人提出疑问：这么低的发行价，为何拟上市公司还

㊀ 按照初步询价截止日港元兑人民币汇率1：0.813 86计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不放弃发行？

实际上，上市对一家企业的意义远不止是IPO时向公开市场融资这么简单。股权分置改革后，拟上市公司的大股东们更关心的不是上市时能够融到多少钱，而是上市后手中持有的股权市值会增长到多少。

以浙江世宝为例，募集资金仅有3870万元，扣除发行费用后募集资金不足3000万元，看上去本次发行极其划不来，但是浙江世宝的股东依然接受了这个结果，主要原因在于招股说明书中的这一句话："本次发行股份上市后，本公司内资股股东所持有的股份将全部登记为A股，在其承诺的锁定期满后即可在境内交易所上市流通。"[一]

尽管发行时价格受到了限制，但上市后的市价却由市场决定，大股东未来减持时的价格也与发行价无关。在发行节奏已经显著放缓、IPO受舆论影响随时可能叫停的情况下，能够上市实现股东财富效应最大化，远比拟上市公司多募集几个亿有意义。更不用说上市以后，公司还可以持续地在资本市场上进行再融资。

浙江世宝内资股东仅有世宝控股和张世权两位，总计持股17 594.4万股，占发行前总股本的66.98%。如果按照原计划发行6500万股，世宝控股和张世权的持股比例将下降到53.7%；而最终只发行了1500万股，世宝控股和张世权的持股比例还有63.37%，发行新股稀释比例极小。

上市后，公司总市值＝净利润 × 二级市场市盈率，而世宝控股和张世权持有的股权市值则＝公司总市值 × 持股比例[二]。在净利润已经确定的情况下，在一定的二级市场市盈率水平下，原股东持股比例越高，则上市后其所持股份的市值就越高。

浙江世宝上市数月后，股价维持在15 ~ 16元，总市值在43亿元左右，世宝控股和张世权在发行后持有63.37%的股权市值高达27.27亿元。如果浙江世宝按原计划发行6500万股，即便总募集资金达到预期的5.1亿元，但持股比例将下降到53.7%，世宝控股和张世权的股权市值却会下降到23.11亿元。由此可见，浙江世宝低价发行少募集了近4亿元，但世宝

㊀ 见浙江世宝《招股说明书》第61页。

㊁ 浙江世宝有A股和H股，此处简便计算，假设H股市值部分也按照A股价格计算，计算结果有误差，但不影响结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

控股和张世权持有的股权市值却因此增加了4亿元。在发行股数减少了5000万股的情况下，低价发行对于发行前原股东是利大于弊，股东自然愿意接受低价发行的方案。

在浙江世宝之后，直到2014年1月，长达一年多的时间里再无新股发行。在此期间，上证综指先是持续下跌至年末跌破2000点到达1949.46点的新低，之后经历一波反弹后又跌至1849.65点的新低，新股停发并未挽救股市低迷。

资本市场制度建设
IPO询价制度（五）：重回新股定价管制时代

自2009年6月桂林三金启动新股发行以来，本轮IPO持续了3年多，总计完成上市的新股共881只。在2012年5月之前，尽管饱受舆论攻击，但证监会从未对发行价格做过直接的限制，充分发挥市场的调节作用。破发潮倒逼了新股定价回归理性，强行高价发行的主承销商被机构投资者“用脚投票”，发行中止也打破了新股不愁卖的神话……这些都是A股IPO发行与成熟市场接轨的初步表征。但随着中国经济增速出现下降，A股市场在2011年之后整体呈现下跌趋势，在熊市中实现完全的市场化发行太难了。

在市场持续下跌的过程中，2012年4月28日，证监会出台了《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，划了一道“新股发行市盈率不得超过行业平均市盈率25%”的定价红线。5月30日再次明确了“在进行行业市盈率比较分析时，应选取中证指数有限公司发布的、按中国证监会行业分类指引进行分类的行业市盈率，具体应选择发行人所属行业最近一个月平均滚动市盈率进行比较”，堵死了新政的可能漏洞。

这不是证监会第一次出台新股发行改革的政策文件，也不是第一次试图以行政限价方式解决发行价过高的问题，但却是证监会第一次明确划出了发行价的定价红线。

尽管证监会一再强调没有人为设置发行价红线，强调超过行业平均市盈率25%的发行价也是允许的，只需要披露更多的信息并做好风险提示即可，但是在“有着可能被安排重新上发审会”的风险之下，没有投行和发行人愿意冒险。连续两个文件下发后，所有IPO发行都严格限制在了行业平均市盈率25%之下，无一例外。尽管如此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场还在持续下跌，在洛阳钼业和浙江世宝这两家公司发行时，行政窗口指导使得这两家公司直接以最低价发行。

客观而言，发行定价确实很难，一家公司在被社会公众接受之前，到底如何给出价格才是合适的？在有着悠久的炒新传统、中小散户为投资者数量的主力军、事后惩罚机制尚未健全的A股市场，证监会始终未能找到解决新股发行定价问题的药方。

从询价制的演变来看，证监会期望机构投资者能够发挥专业投资者的作用，不断修改报价机制以约束机构投资者的报价行为，尽可能平衡机构投资者报价的权利和义务，让其对报价负责。

2009年《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》要求“询价对象应真实报价，询价报价与申购报价应当具有逻辑一致性，主承销商应当采取措施杜绝高报不买和低报高买”；2010年《关于深化新股发行体制改革的指导意见》要求“在中小型公司新股发行中，发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定每笔网下配售的配售量，根据每笔配售量确定可获配机构的数量，再对发行价格以上的入围报价进行配售，如果入围机构较多应进行随机摇号，根据摇号结果进行配售”、“发行人及其主承销商须披露参与询价的机构的具体报价情况。主承销商须披露在推介路演阶段向询价对象提供的对发行人股票的估值结论、发行人同行业可比上市公司的市盈率或其他等效指标”。这些都是对机构投资者报价的约束。

2009年和2010年的政策出台后，询价机构的报价得到了一定有效约束。尽管依然存在有些询价机构是主承销商或者发行人的关系户故意报高价的情形，但从总体上来看，市场机制已经开始发挥作用，毕竟询价对象是要掏钱的，真金白银的亏损确实对询价机构的决策有影响力。

在证监会2009年放开发行价管制后，一度有一些保荐机构与发行人签订了超额累进式的保荐承销协议，募集资金总额超过计划募集资金的部分，每超过一定数量级（例如5000万或1亿），超过部分的保荐承销费比例可以从常见的5%左右提高到10%、20%甚至30%以上，有的项目总保荐承销费比例甚至超过了募集资金总额的15%。

尽管发行人和保荐机构都很清楚过高的发行价是不可持续的，但是双方都想在盛宴结束前尽可能多捞一把，谁知道哪天盛宴就因为一纸通知而结束？于是高价发行成为发行人和保荐机构共同的目标。因此，发行人和保荐机构都有高价发行的冲动，也有私下找关系请询价机构报高价的冲动，这些都是利益相关方在特定历史环境下的自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然理性选择。

随着整个市场走势的变化，持续的高价发行必然引发破发潮，舆论也发出强烈的质疑之声。正是在这种背景之下，2012年的《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》出台，对发行定价市盈率进行了直接“划线”干预。

然而，证监会这次诊对了脉却开错了药方。以划定“不超过行业平均市盈率25%”红线的方式遏制高价发行并不科学。

第一，以行业平均市盈率来作为新股发行市盈率的定价标准本身具有不合理性。经过多年资本市场发展，传统行业公司大多已经上市，新的发行人很多是一些细分行业或新兴行业的龙头公司，缺乏可比上市公司，在公开市场很难找到合适的比对行业市盈率。即便是能够找到可比公司行业市盈率，由于A股部分业绩较差的行业反而总体市盈率水平较高，而一些业绩普遍较好的行业总体市盈率却偏低，从而导致部分盈利能力较差的公司反而可以发出相对高价、而盈利能力强的某些新股却被较低的行业平均市盈率所限制。此外，一些成长性和竞争力远高于行业平均水平的龙头企业用行业市盈率来约束发行价并不合适。

第二，“不超过行业平均市盈率25%”的规定，某种意义上被解读为证监会认可新股发行价可以超过行业平均市盈率，只要超过范围在25%以内即可。于是发行人和保荐机构僵化地执行这条规定，而不再理会询价机构的报价情况。只要有部分询价对象的报价超过了这道红线且认购量满足了网下配售规模，即按照超过行业平均市盈率25%的价格发行，反而使发行价难以回归合理。

从统计学的角度来看，在询价制下，尽管各投资者对同一公司的看法会有差异，报价会有高有低，但在足够多的询价对象提出报价后，通过加权平均和中位数是可以判断出全体询价对象能够认可的合理价格的。发行人和保荐机构应该接受询价机构们报价形成的询价结果，在最广为接受的价格区间内确定发行价格。

证监会曾经要求发行价格要在“全体询价对象报价的加权平均价、全体询价对象报价的中位数、基金公司报价的加权平均价、基金公司报价的中位数”这4个数字形成的价格区间之内，但后来不知什么原因取消了此项约束，使得部分发行人与承销商选择在询价对象报价的高价位发行，结果当然不被市场认可[⊖]。

以2012年政策出台前发行的晶盛机电为例，询价对象报价区间为19 ~ 50.08元，全部报价的加权平均数为27.96元，全部报价的中位数为25元。而发行人和保

⊖ 详见本书第8章庞大集团、双星新材案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

荐机构确定的发行价为 33 元，发行市盈率 34.74 倍，募集资金总额 11.01 亿元。询价截止日行业平均市盈率为 40.6 倍，表面上看晶盛机电的发行市盈率低于行业平均水平，但同行业上市公司只有 4 家，其中精功科技业绩较差，但市盈率水平高达 86.04 倍，另外两家上市公司平均市盈率只有 25.45 倍；如果仅看另外 3 家的市盈率水平，晶盛机电的发行市盈率超过了平均市盈率的 36.5%。

发行价格确定过程中发行人和保荐机构选择高价发行，本身是对询价整体结果的不尊重，只要纠正这种不尊重即可——可以考虑通过限定发行人和保荐机构确定发行价的报价范围来实现（例如全体报价的中位数、加权平均数）。

如果证监会认为某些询价对象可能被发行人或保荐机构收买，从而会影响整体的询价结果，那么相应的政策要求是增加询价对象的数量，例如将 20 家的下限提高到 40 家。越多的样本，越能够保证询价结果的合理性和有效性。

在 2012 年这一行政指导限价政策出台后 1 个月内，有 24 只新股启动招股，然而新政并没能解决破发潮问题，这 24 只新股中依然有 14 只首日收盘价破发。

2013 年年底新股再度恢复发行时，证监会废止了“发行价不超过行业平均市盈率 25%”这条规定，但依然并未明确要求发行人和保荐机构应当接受科学的询价统计结果，结果发行价仍未得到有效控制[1]。不到一个月的时间，证监会继续回到了限价发行的传统政策。2014 年 6 月再次恢复新股发行后，所有新股发行市盈率均被限制在了 22.98 倍以下。

行政限价的管制方式毕竟还是最直接的手段，但新股发行市场化之路已经戛然而止了。

慈星股份
猝死的保代

被工作绑架

2012 年 8 月 7 日，一条微博在中国投行圈内迅速传开：“同事上午心脏病猝死，让我不由得震惊和哀痛。他一直是我的榜样，只有 33 岁的年龄便已身经百战，做的经典项目在会里一直被争相传颂，有一个幸福美满

[1] 具体内容将在第 10 章详述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的家庭。”

消息很快得到确认，猝死的保代是国信证券的郭熙敏。经历了周六、周日连续两天在公司加班，郭熙敏于8月7日早上6点突发心肌梗塞，7点钟左右送往武警总医院抢救，但最终抢救无效，不满33岁的郭熙敏永远离开了妻子和一岁多的儿子。

4个月前的3月29日，郭熙敏保荐的宁波慈星股份有限公司（慈星股份）在创业板成功挂牌上市。始创于1988年的慈星股份，主要生产电脑针织横机、电脑无缝针织内衣机和电脑高速丝袜机。公司发行新股6100万股，总计募集资金21.35亿元，是创业板发行新股数量最大的一家公司，也是全国百强县慈溪的第三家A股上市公司。

《保荐工作报告》中披露了郭熙敏在辅导慈星股份上市过程中的工作轨迹：郭熙敏2010年6月进场慈星股份开始前期尽职调查，2010年12月协助公司完成整体变更，2011年3月底将慈星股份IPO申报材料上报证监会；2011年12月13日，慈星股份通过发审会审核，并在更新了2011年度财报数据后顺利发行上市。两年多时间成功IPO的背后，是多数人并不了解的投行人在整个项目过程中的“艰苦奋战”。

郭熙敏是一个典型的中国保荐代表人。据报道，他出身于湖北黄冈的一个小县城，从小刻苦努力，是我们如今所称的“学霸”。他本科考入中国人民大学，之后在被称为“黄埔军校”的五道口金融学院就读研究生，毕业后进入国信证券，一干就是7年。2008年郭熙敏取得了保荐代表人资格，他的第一个签字项目是龙星化工。在四年的保代生涯里，他一共保荐了3个IPO项目，就在慈星股份上市1个月之后，郭熙敏签字的东易日盛也顺利通过了发审会审核。

郭熙敏在工作中非常拼命。长期出差，频繁熬夜，在忙慈星股份这个项目时，他和董秘两个人日夜倒班赶材料，甚至连自己的孩子出生时都顾不上回京一趟。IPO项目的压力之大可想而知。

然而，这并不是郭熙敏一个人的工作生活状态，加班熬夜、长期出差是中国投行的家常便饭。在国外，投行在一个IPO项目中的主要工作是对企业进行估值，协调各中介机构工作，完成股票销售，而招股说明书则是由律师来撰写。但中国的投行人需要在律师、会计师工作的基础上，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业进行全面的法律、财务核查，并完成招股说明书的制作。因此，中国式投行没有五星级酒店和头等舱飞行，更多的是花大量时间待在企业所在地，按照上市标准一条一条地核查企业的现状，符合的就如实写入招股书，不符合的就想办法规范它，这个过程少则数月到半年，多则一年到数年。

由于工作量巨大，投行人白天在企业开会、协调各方面工作、收集尽职调查材料；晚上回到宾馆，趁着四下无人的清静，还要思考如何解决企业上市中遇到的问题，加班写招股说明书。多项工作同时来临的时候，只有漫漫黑夜才会让人觉得距离最后期限还有足够的时间。日复一日、年复一年，挑灯夜战成了投行人的基本功。

在一个又一个造假上市案例曝光后，证监会对 IPO 的监管要求不断提高，保代群体担负的责任、承载的压力也在增大，这一点局外人很少真正了解。并不是所有的项目都能顺利过会，每个项目都会有这样那样的问题需要解决，而很多问题的解决方案可能直接决定最终上市成功还是失败，说小了是几个亿募集资金的问题，说大了则会关系到企业的生死存亡；更重要的是，很多问题的解决方案一旦实施就是不可逆的，如果方案出了问题，企业想纠正可能都没机会，也许再也上不了市了。保荐机构现场负责人通常就是那个最终定夺解决方案的人，所担负的压力可想而知。

在慈星股份顺利的上市进程背后，是包括郭熙敏在内的所有中介机构人员的辛苦努力和付出。

郭熙敏 2011 年 3 月发布的微博已经冥冥中透露出危险的信号：“熬夜加班的这一刻，我想到了死亡。一个师兄，因为过度劳累导致白血病去世；追悼会上反思自己要多照顾好自己，工作永远只是工作，身体最重要。但如今，身不由己的打工者，忘却了生活和身体，一种无能为力的宿命感。狗日的投行！”尽管意识到了拼命工作对个人生活和健康的巨大伤害，最终，他还是没能走出自己所说的“宿命”。郭熙敏成为被工作“绑架”的许多中国投行人一个悲凉的缩影。

郭熙敏的离世引发了投行圈的热议，也给大家敲响了警钟，引起了不少投行人对工作和生活现状的反思。有投行人在微博上缅怀的同时，也表达了对投行紧张生活的反省：“据说昨天还在指导同事制作路演推介 PPT，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不料项目未发身先逝。此人喜欢晚上干活，听他们项目组同事说正常作息是2点睡9点起。默哀，反省”、“从此决定不烟不酒，晚上不超过12点睡觉，上午10点前下午5点后不办公。”不过，谁都明白，在现有的中国投行体制下，按时作息或者规律作息是不可能做到的，只有尽可能保持健康的生活方式，少喝酒少熬夜，坚持健身。对于仍然坚守在投行岗位上的证券从业人员而言，在无力改变自己工作方式的情况下，所能做的也只是如此了。

收益与风险

提起保荐代表人，在媒体一篇又一篇“金领”报道的渲染下，人们的第一印象往往是高薪。但在高薪的背后，不少保荐代表人和一线投行人员为此付出了牺牲个人健康的代价。

所谓的高薪其实远不是外界想象的那么高。《第一财经日报》文章《追忆郭熙敏：一位早逝保代的遗产》对这位离世保代在慈星股份IPO项目上的收入做了简单测算：“以郭熙敏今年保荐上市的慈星股份项目为例，公司层面承销毛收入是6600万元，扣除各种费用后净收入可能是6000万元左右。按照6.5%的项目提成比例，项目组可以拿到390万元的提成，如果平均到4个人头上的税前收入接近每人100万元。但是这笔收入的绝大部分要按照最高的累进比例缴纳个人所得税，真正拿到手的只有50多万。这就是连续奋战两年的全部酬劳。有的公司考虑到IPO长期督导的问题，不会一次足额发放，要保留一部分延迟发到个人手里。”两年多辛苦工作换来的高薪值不值呢？

与所谓高薪相对应的，是投行人为了履行保荐职责所需付出的巨大努力和可能承担的保荐责任风险。《证券发行上市保荐业务管理办法》对保荐职责规定了15条，核心就是要求保荐代表人“诚实守信、勤勉尽责，有充分理由确信发行人申请文件和信息披露资料不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。

在这一要求“有充分理由”而没有定量的标准下，保荐代表人不得不穷尽一切可能去完成尽职调查，在每个项目上把会计师、律师的工作再干

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一遍，甚至做得更细，以检查其工作成果的真实性和有效性。随着 IPO 财务造假案例频频爆出，证监会将保荐业务会计师化的力度进一步加强，投行人的工作量更是倍增。

中国的投行在保荐责任制度下不堪重负，一个合格的中国投行人需要既懂法律，又懂财务，不仅能胜任律师、会计师的工作，还要有能力对律师、会计师的工作进行复核检查，同时还需要对发行人可能存在财务造假进行各个环节的福尔摩斯式调查，甚至《FBI 教你读心术》也成了证监会推荐给投行的必读书，其结果必然是疲于奔命。

然而，正如本书的几个造假上市案例所揭示的，造假不可能通过保荐制度来杜绝，中国企业造假、是上市资源稀缺、IPO 审核制下上市标准严格、现行法律制度对造假处罚力度不够、各方利益主体为了谋求上市后的巨大利益而“合谋”将企业推上市等多重因素的产物。一旦企业被发现造假，不管是不是直接参与了造假，保荐代表人都会被处罚，甚至面临职场生涯的终结。

自 2011 年胜景山河案下发处罚结果开始，证监会开始加大对保荐机构和保荐代表人和处罚力度，胜景山河的保荐机构平安证券，被出具警示函，保荐代表人林辉、周凌云被撤销了保荐代表人资格。这是第一次有保荐代表人因为项目问题而被撤销保荐代表人资格。

在万福生科造假案事发后，平安证券收到了 A 股史上对中介机构最严厉的处罚：对平安证券给予警告并没收业务收入 2555 万元，并处以 2 倍的罚款，暂停其保荐机构资格 3 个月；对保荐代表人吴文浩、何涛给予警告并分别处以 30 万元罚款，撤销保荐代表人资格，撤销证券从业资格，采取终身证券市场禁入措施；对保荐业务负责人、内核负责人薛荣年、曾年生和崔岭给予警告并分别处以 30 万元罚款，撤销证券从业资格；对保荐项目协办人汤德智给予警告并处以 10 万元罚款，撤销证券从业资格。

在新大地造假上市一案中，证监会对保荐机构南京证券给予警告、责令改正并实施公开谴责的监管措施；对保荐代表人胡冰和廖建华给予警告，分别处以 15 万元罚款，并分别采取终身证券市场禁入措施。

就保荐代表人个人而言，撤销保荐代表人资格和证券从业资格，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至采取终身市场禁入，相当于职场生涯的死亡。比起肉体死亡而言，职业生涯的死亡并非一死了之，反而可能给肉身余下的人生经历带来无尽的痛苦，这种“死法”在某种程度上更加折磨人。

而随着保荐代表人数量的不断增加，制度红利开始逐步减退，工作量和责任不断加大，保荐代表人的高薪在不断下降。在保荐工作权利与责任、风险与收益逐步失衡的情况下，2012 年之后，很多投行人选择了离开保荐业务，有些甚至离开了券商，谋求转型（本书第 10 章将对此展开详细叙述）。

新大地
IPO 造假何时休

调查记者揭穿“茶油第一股”

2012 年 5 月 18 日，创业板发审委审核通过了广东新大地生物科技股份有限公司（“新大地”）IPO 申请。一个多月后的 6 月 28 日，一篇重磅调查报道横空出世——《每日经济新闻》刊发了调查记者张冬晴的长篇报道《新大地涉嫌造假上市　创业板首例[⊖]》。

文章篇首直指新大地这家生产茶油的公司的招股说明书中存在诸多疑点：

“看产能，新大地目前年产精炼茶油 1500 吨，产能规模不及龙头企业的 1/10；论品牌，新大地的主打品牌——“曼陀神露”系列商标，2009 年 10 月底至 2011 年年初才陆续注册生效，如何与湖南金浩等行业龙头近 20 年的品牌沉淀相竞争？

说渠道，新大地唯一一家自营销售公司去年 8 月 19 日才在广东梅州注册成立，梅州之外没有设立任何销售分支机构，剔除 6 位无法确认身份的自然人外，30 家经销商有将近 70% 都在公司所在地广东梅州，对于茶油这样的消费品，没有一张强大的销售网络，新大地巨额的收入又是如何

⊖ 此时，万福生科案尚未爆发，创业板还没有造假案例出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实现的呢？

清客户，在新大地最近3年的前十大客户中，找不到一家大型商超卖场，反而是个人大户频频出现，还有一批神秘的法人客户走马灯似的换人；查毛利，就在各种竞争短板下，新大地却赢得了最近3年业绩“高增长”，其毛利率水平不仅远远高出食用油加工行业的上市公司，甚至超出全国规模以上茶油加工企业80%～142%！”

接下来的质疑也就顺理成章：“如此说来，毫无优势可言的新大地，能成功抢滩登陆创业板，真算是资本市场的一大奇迹！”

调查记者张冬晴通过在新大地的生产、销售所在地江西赣州、遂州和广东梅州等地展开十余天的深入实地调查，完成了这篇长达1.7万多字的报道。文章从新大地的生产规模、品牌建设、营销手段、供应商、客户、中介机构等多方面求证，发现了大量与新大地招股书不符的事实，其涉嫌虚增利润、隐瞒关联交易、财报数据打架等现象触目惊心。

由于记者调查详尽，保荐机构很快就递交了撤材料申请，两周后的7月12日，证监会同意新大地撤回上市申请。8月28日，证监会对新大地立案调查。

2013年10月15日，证监会正式发布了新大地案的行政处罚决定书，新大地通过资金循环、虚构销售业务、虚构固定资产等手段，在2009～2011年年度报告中虚假记载。

证监会在这份决定书中用4000余字详细披露了新大地的造假手段[1]，甚至披露了造假资金流转的很多细节，造假手段可谓触目惊心。

例如，“2011年11月、12月，新大地以采购货物、支付劳务费名义向其控制使用的个人账户转入资金，之后全额或部分取出，同时从源源农副等其他账户（资金最终来源为新大地获取的财政补贴款，黄运江、凌梅兰及其子黄某斌的借款或新大地股权转让款）取现，并先后于取现当日以178个客户销售回款的名义存入新大地银行账户。共有14天存在上述存取款业务在同一天、同一银行网点由新大地同一经办人办理，存取金额全部或基本相同的情形”。

---

[1] 行政处罚决定书全文见 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238374.htm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“2011年2月、6月至8月，新大地将获取的财政补贴款等多项资金，转入新大地控制使用的账户后，以采购货物，支付差旅费、备用金名义取现，并先后于取现当日以52个客户销售回款的名义直接存入新大地。共有6天存在上述存取款业务在同一天、同一银行网点由新大地同一经办人办理，存取金额全部或基本相同的情形”……

这些造假手段，会计师和保荐机构仅凭传统的财务核查方法确实很难发现。那么，为什么调查记者却能在不到一个月的时间里发现大量的造假实证呢？记者如何能发现投行发现不了的造假事实？在新大地一案后，不少投行人士主动找到张冬晴学习发现造假的“独门密术”。

通常情况下，投行对企业是否存在上市造假而进行的核查论证都非常刻板，是对发行人提供的那些枯燥和索然无味的财务数字以及历史文件进行原始凭证核实验证、对相关当事人核查访谈，然后把验证的结果写入招股说明书和相关上市申报文件。常规的尽职调查手段并没有错误，然而在拟上市公司精心设计布局的情况下，这些手段可能会“失灵”，无法还原造假的本来面目。

专业的调查记者以独立第三方的身份反其道而行之，从招股书中明显不合逻辑的叙述入手，找到招股书中的疑点。从这些疑点下手，他们以事实逻辑关系为调查思路寻找那些枯燥和索然无味的数字与文字背后的真相。百度搜索是他们最强大的侦察工具，他们不放过淹没在网络信息海洋中的任何蛛丝马迹。而实地暗访则是有经验的调查记者长期练就的侦察基本功。那些比财务数字更纷繁复杂的事实真相隐藏在穷山沟里、旧工厂里、村落里，调查记者会秘密的扮成客户、销售人员，或者是研究机构的研究员，在被调查对象毫无觉察的情况下，暗访可疑的供应商、渠道商、客户以及股东单位。

尽管投行尽职调查的实地走访过程看上去似乎和调查记者没有什么区别，都是实地走访供应商、客户，在公司生产现场考察生产的实际情况等，但投行人、会计师在拟上市公司的安排下造访供应商、客户，得到的可能是造假主体精心安排好的被采访对象的回答。

从手段上来说，投行人和会计师从纸面的财务原始凭证去核对报表中数字的准确性，而记者则可能关注超市里商品的实际售卖价格、货品的上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

架情况，框算出大致的数字，然后对比拟上市公司提供的产能、产量，是否存在明显差异。

据新大地一案的调查记者张冬晴介绍，基于事实逻辑关系的造假调查有三大主要环节。

造假的动机是发现造假的第一源头，比如，他关注那些既不在公司担任或曾经担任职务，又与公司发展本身毫无关系的机构或个人出现在原始股东名单之中，最终的调查结果则证实了其中隐秘的利益链。

此外，供应商及核心客户是造假的主要突破口。以新大地的主要客户之一北京和风大地商贸有限公司调查为例：招股书披露该客户与新大地没有关联关系，但 2011 年 5 月 13 日与新大地签署华北地区总经销协议，短短几个月后该客户销售额迅速跻身全年前三名，明显不合常理。记者调查发现工商登记信息显示该客户 2011 年 5 月 11 日刚刚完成注册登记，仅仅两天之后迅速与新大地签署总经销协议，并在当年成为销售额第三名的核心客户，其登记住所与新大地董秘赵罡名下另一企业的地址完全一致。

最后，从行业和产业逻辑关系入手，往往能发现事实的真相，这是尽职调查过程中最容易被忽视的途径。

在新大地案例中，记者关注到新大地的茶粕生产对收入贡献不小。其中，茶粕收入报告期内均为茶油收入的一半左右。记者从赣州市林业科学研究所经济林研究室主任、高级工程师吴延旭了解到，100 斤的普通品种的油茶籽能压榨出 20 斤左右毛油，而 100 斤茶饼则能浸出 3 ~ 5 斤毛油，同时 100 斤毛油能提炼出 95 斤左右精炼茶油。这一数据得到新大地同行业、同规模、同区域的另一家企业负责人的证实。不难看出，油茶籽压榨、茶粕浸出的毛油出油率分别为 20%、3% ~ 5%；按照有利于当事人原则，理论上油茶籽经过压榨、浸出两道工序后毛油的最高出油率为 24%，而毛油提纯率也在 95% 左右。

由此发现，新大地的原材料采购数据与主要产品的产量数据出现了明显的不匹配。根据产业链数据倒推，新大地 2009 年的茶油与茶粕产量存在虚增；由于毛油提纯率过低，新大地的原材料采购也存在虚增。

概括而言，记者是从真实的世界中企业生产运营的逻辑、行业生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

销售的常规情况来推导个案中企业生产销售的真相，其探究的是事实上的真；而常规的投行尽职调查更多是根据上市标准关注特定企业发展过程中法律上的真、财务钩稽关系上的真。

投行人调查的既有思路是按照证监会规定的“条条框框”从相关利益方取得尽职调查的证据，此时关注的重点是如何证明自己工作已做到位，如何免责，如何降低保荐风险，这一出发点恰恰使部分投行人员忽略了如何发现事件的本来真相。此外，就调查过程而言，投行在明处，记者在暗处，从同样的调查对象所得到的反馈也可能大不相同。显然，随着企业造假方法的不断提高，投行人员、监管机构的调查路径和手段也迫切需要升级。

IPO 造假高发期

新大地是第一家过会后尚未启动发行就被媒体曝出涉嫌造假而撤材料并受处罚的公司。在新大地案发后不久，《每日经济新闻》又刊发了《三奥股份涉嫌造假上市 创业板第二例》的长篇报道，直指与新大地同日通过发审会审核的福建三奥信息科技股份有限公司涉嫌造假上市。不过，三奥信息却始终没有撤材料，证监会也未明确对公司立案调查或处理，只是直至 2015 年年初，在绝大多数 2012 年已经通过发审会的公司均顺利完成发行后，该公司 IPO 申请依然未得到证监会核准。

总体而言，2012 年的 IPO 市场并不太平，从年初开始就经常有 IPO 要停发的传言，发行节奏一再放缓。但对 IPO 市场打击最大的，并不是证券市场的下跌或者停发的传言，而是一例接着一例的涉嫌造假案曝光：从 3 月天能科技涉嫌造假被媒体曝光，到 6 月新大地涉嫌造假被曝光、8 月三奥信息涉嫌造假被曝光、9 月万福生科案爆发……

事实上，自 2009 年新股恢复发行后，2010 ～ 2012 年先后曝出绿大地、胜景山河、天能科技、新大地、万福生科等恶性案件，IPO 造假上市进入案发高发期，一桩桩涉嫌造假案曝光，让监管层、媒体、投资者对 IPO 整体质量产生了质疑，甚至怀疑造假上市是普遍现象。

某种程度上，2010 年之后进入 IPO 造假高发期有其必然性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先，企业造假上市的冲动难以遏制：全流通后IPO对股东的造富效应强大，造假上市了就算坐几年牢出来还是亿万富翁。在法定惩罚较轻且得不到严格执行的情形下，造假上市的欲望被强烈刺激。

其次，部分投行人员执业水平粗糙，未能起到把关作用：2005年和2008年的两次停发导致投行熟手不足，很多投行人入职后3年内都没有做过完整的IPO项目。2009年之后新股发行节奏空前快，投行人手准备不足，但市场却火爆到任何新股都能卖掉，“萝卜快了不洗泥”，导致投行执业水平下降，很多项目投行人员的主要工作在拼凑上市材料，对材料真实性核查不够，甚至工作底稿都是后补的。

最后，会计师人才流失严重，审计关失效：由于业务繁忙投行严重缺人，很多证券公司都大肆招人，而证监会发行部审核以财务和法律问题为主，大量有会计师事务所几年工作经验的人转身投入投行谋取高薪，导致会计师事务所人才流失严重，很多项目审计关失效。

2012年以来，由于证监会放缓了审核与发行节奏，但申报企业却源源不断报进证监会，证监会积累了大批的拟上市公司。根据证监会每周公告的在审IPO统计表，截至2012年10月底IPO停发前，共有787家公司申请被受理，其中上交所申报企业146家、中小板申报企业330家、创业板申报企业311家；而到了2012年12月末，全部在审企业的总家数已经上升到了851家。

A股市场有史以来一年内发行上市新股家数最多的年份是2010年的345家。851家公司在审意味着在审企业至少需要2年以上的时间才可以全部上市完毕，而在此期间一定还会有企业继续上报，一个巨大的“堰塞湖”悬在了中国A股市场投资者的头顶。

在造假上市案接连爆发的情况下，几乎可以肯定这850多家公司里还存在不少财务造假企图蒙混过关的公司。在因市场低迷被迫停止新股审核与发行后，证监会在相当长一段时间内并未在任何官方渠道承认IPO暂停，新上报的申请依然正常受理。

接连的财务造假案爆发给了证监会整顿堰塞湖的机会，2012年12月28日，证监会发行部、创业板部和会计部联合下发《关于做好首次公开发行股票公司2012年度财务报告专项检查工作的通知》，要求“对首发公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

报告期财务会计信息开展全面自查工作，并提交自查报告，逐项具体说明对各项财务问题、执业中需关注问题的落实情况、核查过程和核查结论”、“重点关注首发公司报告期内收入、盈利是否真实、准确，是否存在粉饰业绩或财务造假等情形”，在文件最后强调了“我会将在发行人补充2012年度财务资料后，严格审核中介机构自查报告。与此同时，我会将组成专门小组对保荐机构和会计师事务所的自查工作进行重点抽查。在审核时发现保荐机构、会计师事务所执业质量存在较大问题的，将移送相关监管部门依法处理；发现财务造假、利润操纵明确线索的，将转稽查部门做进一步调查；涉嫌犯罪的，将依法移送司法机关，追究刑事责任。发行人不配合中介机构实施核查，提供虚假财务资料的，经初步查实后，将依法移送立案稽查。对恶意造假和信息披露严重失实以及欺诈上市的行为，我会将依法予以严厉打击，对涉嫌、构成违法犯罪的行为，将依法移送追究刑事责任。”

此文件宣告了A股市场轰轰烈烈的IPO财务核查运动就此展开，并成为2013年起投行的重要工作之一。文件公告后，证监会正式暂停了IPO审核，等2012年度财务自查报告上报后再决定IPO审核进程。

IPO真的不审了，郭主席一语成谶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梦想浮与沉

第10章 2013年 没有IPO的一年

在2012年10月底浙江世宝发行结束后，A股迎来了有史以来最长的一次IPO停发，整个2013年竟然没有一只新股发行上市。

2012年12月28日，在造假上市案接连爆发、排队上市企业形成“堰塞湖”的情况下，证监会启动了一场号称史上最严的财务核查专项工作。整个2013年1季度，全国的投行从业人员行动起来，为了证明这些拟申请IPO的公司财务是真实的，车马劳顿、上山下乡，奔赴拟上市公司海内外的众多客户、供应商进行实地核查。轰轰烈烈的财务核查运动结束后，共有268家企业撤回了IPO申请材料，但仍有600多家企业排队等待审核中。

启动财务核查工作的证监会主席郭树清在证监会任职仅17个月后即调任山东省长，原中国银行董事长肖钢接任成为证监会第7任主席。受上证指数低迷影响，刚上任的肖主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

席并未轻易启动新股发行。2013年6月证监会推出了新的新股发行体制改革征求意见稿，但因6月出现银行业流动性不足导致的“钱荒”，股指持续向下，IPO继续停摆。直到2013年11月30日，证监会才正式推出新股发行体制改革的新方案，暂停超过一年的新股发行终于宣告要重新启动了。

2013年12月30日深夜，证监会发出4张新股核准批文，新宝股份、我武生物、楚天科技、纽威股份在2013年的最后一天刊登招股意向书宣布开始招股。新股终于恢复发行了，可谁也无法预料接下来的一年会演绎出怎样的行情。

财务核查风暴

“上山下乡”的财务核查运动

2012年12月28日，证监会发行监管部、创业板发行监管部和会计部联合下发《关于做好首次公开发行股票公司2012年度财务报告专项检查工作的通知》，要求所有保荐机构和会计师事务所对其申报的在审IPO项目财务会计信息进行专项检查。

这份通知成为2012年IPO审核及发行正式暂停的一个标志。

通知要求保荐机构和会计师事务所特别关注发行人是否存在“自我交易、关联方代为支付成本费用等、与利益群体（保荐机构、PE机构等及关联方）发生交易往来、体外资金支付货款、压低员工薪金、调控期间费用”等12项粉饰或操纵利润情形，并要求在2013年3月31日之前提交自查报告。因时间短、任务重、范围广，业内人士将证监会发起的该次财务专项检查称为“2013年IPO财务核查运动”。

证监会之所以要启动财务核查运动，首要原因是舆论对在审企业财务真实性的不信任。如前几章所述，接连爆发的造假上市案件让舆论对拟上市公司们的财务真实性产生巨大的怀疑：正在证监会接受审核的851家公司中有没有财务造假的？如果有，有多少？证监会能审得出来财务造假吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这样的背景下，证监会只能“抓着”保荐机构和会计师事务所，要求他们把所有的申报企业仔细“扒开看看”，确保不存在财务造假的情况。

尽管自2012年11月起IPO事实上已经停发了，但是证监会珍惜3年多时间来之不易的市场化改革结果，不希望对外宣告新股停发，于是用财务专项检查通知的形式给所有在审企业提了一次反馈意见，在答复反馈意见期间暂停IPO审核，待反馈意见回复（财务专项检查报告递交）后再考虑是否重启IPO。而从2012年年底开始即有传言郭树清主席将离任证监会主席职务，财务核查运动结束后郭主席已然离任，之后是审还是停，都是新任主席的事情了。

另外，由于新股审核发行放缓，到年底IPO排队在审企业已经扩大到851家，证监会也希望通过严格的财务核查要求，促使保荐机构撤回一些项目，缓解一下证监会的审核压力。

证监会在2012年12月28日的通知中限定，上报报告的日期是2013年3月31日，中间隔了一个春节假期，本来拟上市公司完成正常的年报审计时间就已经很紧张，根据证监会召开的紧急工作会议要求，保荐机构和会计师还需要对发行人报告期内的主要供应商和客户实地走访，走访工作要覆盖一定的比例以确认收入成本的真实性，工作量简直难以想象。

在3年报告期内，很多拟上市公司都有数量不菲的供应商和客户。要覆盖至少50%以上的收入和成本，需要跑的可能不是一二十家供应商和客户，而是几十家甚至上百家供应商和客户。

拟上市公司都是收入规模相对较大的公司，但是其供应商和客户可能规模体量并不大，为了确认几十万收入的真实性，一个小客户也得走到，而这个客户可能在某个小县城或者乡镇上。

于是，为了赶在3月31日大限前完成财务专项检查报告，71家保荐机构的数千名投行从业人员均被发动起来，投入到这场轰轰烈烈的财务核查运动中去。甚至可以说，2013年春节前后，没有一个从事保荐业务的投行人员没有因为财务核查出差过。在路上，成为2013年1季度中国全体投行人员的集体回忆。

由于“上山下乡”的财务核查过程正逢春运高峰，投行人戏称这次核查是给春运“添堵”。为了完成核查任务，从火车到飞机、从拖拉机到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

运货车、从长途大巴到摩的，甚至有投行人坐牛车、运鸡车去走访。能想到的交通工具，很多投行人都体验过，正是2010年热播电影《人在囧途》的现实版。

境内核查还好解决，境外客户供应商的核查就要麻烦得多。尤其是涉及一些敏感国家，例如入境伊朗将可能导致去欧美的签证被拒签，很多投行人对去伊朗核查是相当不情愿的，但迫于工作需要又不得不去。

财务核查成果

3月31日大限到来之时，890家[㊀]拟上市公司共612家上报了财务自查报告，因尚未完成自查报告而申请中止审核的公司有109家，提交终止审查申请的有166家，还有3家公司未申请中止也暂未上报自查报告。

由于时间过于紧张，很多企业确实无法按时完成财务自查报告，证监会宣布财务自查视同一次统一反馈意见，允许保荐机构延期2个月回复。

到了5月31日，共622家企业提交了自查报告，提交终止申请的有268家企业。与前次公告相比，又新增102家终止IPO申请的企业。

这268家终止审查的公司的原因是什么？业绩下滑？核查中发现财务有问题或其他问题？厌倦了A股的等待，准备转向海外或新三板？保代要跳槽了不愿意签字？抑或有其他原因？没有哪家拟上市公司公开披露了撤回理由，只能根据公开披露的信息进行一些猜想。

268家终止审查的公司中，主板、中小板、创业板分别为37家、97家、134家。撤回的企业中不乏各知名企业：中国建材、中海信托、首创置业、京客隆、大连银行、爱婴室、拉夏贝尔、养元智汇、长城影视、千禧珠宝、广汇汽车、富贵鸟等。

在宏观经济形势不好的2012年，很多公司没能扛住业绩持续增长的压力。因创业板的发行条件中明确要求业绩增长，一旦出现下滑，哪怕只下滑了1%不到也要撤回材料，所以创业板的撤回率很高，这是发行条件限制所导致的。而主板、中小板因为没有业绩下滑就得撤回申请的硬性条件，

㊀ 2012年年底851家拟IPO公司，2013年年初又新上报了39家，合计890家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除非出现重大业绩下滑或者其他涉及发行条件的情形，不会主动撤回材料，更少有公司主动承认是因为财务核查发现了重大问题而撤材料。

特别值得关注的是，涉农类企业（含林、牧、渔等）出现大比例撤材料情形，安溪铁观音、华祥苑、如意情、归真堂、连城兰花、皖垦种业等28家公司撤回了申请。尚处于正常审核的涉农企业仅剩下禾丰牧业、雪榕生物等17家。撤回比例超过半数。如此高比例的IPO申请撤回率，也印证了本书前几章所详述的农业企业财务造假高发的事实。绿大地、新大地、万福生科案后，又有媒体指责秦宝牧业、雏鹰农牧涉嫌财务造假，涉农企业成为造假重灾区。

在终止审查的名单中有6家是已经过会的企业：中小板的秦宝牧业，创业板的斯菲尔、裕华光伏、日晶新能源、东方道迩、神舟电脑。已经通过发审会审核的公司差不多都是在2011年上半年申报的，经历了股改、上市辅导、上市申报，再加上预审员若干轮细致的反馈问题，终于闯过了发审会这一关，该受的罪受了，该花的钱花了，眼看就要上市敲钟了，新股停发使企业被迫停下了上市的步伐。在财务专项核查面前撤下材料，一定是因为有重大不能解决的问题。

这6家企业中，裕华光伏和日晶新能源都是光伏行业相关企业。2012年光伏行业无比萧条，曾经的老大无锡尚德沦落到破产境地，已经A股上市的超日太阳、向日葵、海润光伏等均爆出巨亏或业绩大幅下滑，隆基股份更是上市当年亏损让保荐机构国信证券面临被处罚的困境。整个行业一片惨淡的背景下，这两家企业不太可能一枝独秀地维持业绩增长态势，而业绩下滑就不再符合创业板发行条件，无奈撤回也在情理之中。

斯菲尔在审核过程中一直躲不开与长电科技历史渊源的质疑，虽然证监会应该认可了历史问题不构成发行障碍，但其仍然成为2013年第一家已过会撤材料的企业。看看斯菲尔已披露的报表，2009～2011年，其收入分别为1.92亿、2.29亿、2.56亿，净利润分别为2918万元、3521万元、4010万元，复核增长率均不足20%，赶上2012年经济大环境不好，业绩下滑可能是大概率事件。

东方道迩的上市路则更加坎坷，这家从事地理信息数据服务业务的企业在2011年曾被中止审查，是已过会公司中少有的曾经出现过中止审查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情形的公司，其中止原因应该是反馈意见提的问题比较棘手难以在法定期限内提交回复材料所致，最终这家公司也没能熬过财务检查。

秦宝牧业在上市过程中则一直备受质疑，3月31日截止日未能如期提交自查报告，并在5月中旬撤回IPO申请。让人意外的是，秦宝牧业刚撤回申请，《每日经济新闻》即刊出4版质疑文章，直指该公司财务造假。在财务核查阶段，原本主动撤材料的企业不会被证监会追究其造假嫌疑，但由于媒体报道的问题严重，证监会于5月31日表态已经关注到媒体报道，正在进行调查，不过相关调查最终还是不了了之。

神舟电脑这家公司更是命运多舛，公司已经是第四次去证监会申请IPO了，前三次都遭到否决，第四次终于通过了发审会审核，又赶上财务大核查，最终还是提交了IPO撤回申请，第四次申请IPO折戟。

对于已经上报财务自查报告的600多家公司，证监会又启动了抽查程序。2013年4月3日和6月7日，证监会分别组织了两批抽查，共抽出40家公司进行现场检查。这40家被证监会抽中的公司中，有18家陆续因各种原因撤回材料不再申请A股IPO；秋盛资源和中矿环保两家已经通过发审会的公司被证监会无限期搁置迟迟不能发行；截至本书完稿之日，成功发行上市的只有18家，另有山鼎建筑已经过会等待发行，超讯通信尚未被安排发审会。

业内普遍认为，撤回的18家公司和过会后不予发行的两家公司中有相当一部分公司是因为证监会现场检查发现了重大问题、甚至涉嫌财务造假才不得不撤了材料。但是，证监会仅对天丰节能和秋盛资源两家公司进行了立案稽查，其中只有天丰节能受到了证监会处罚，对秋盛资源的立案稽查尚未公开结果，证监会也一直没有对其IPO放行。

尽管财务核查运动在上半年缓解了一些IPO堰塞湖压力，但由于2013年全年没有新股发行，到了年底，在会总申报家数又达到了755家，证监会IPO审核压力依然巨大。

核查能否杜绝上市造假

那么财务核查是否就是解决企业上市造假的好办法呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

客观上来看，尽管财务核查清退了一批可能存在造假嫌疑的公司，但也大大增加了企业上市成本及中介机构的工作量，对于一些优秀的企业来说，可能因为A股上市过程太过漫长而转向境外资本市场；而对于恶意造假的企业来说，最终因为造假而受到惩罚的成本仍旧没有提高，违规成本与收益仍然不对等。

此外，投资者会理所当然地认为通过了证监会审核和财务核查、现场检查抽查的企业是财务真实的、具有投资价值的好公司，因为在核准制下证监会对IPO进行实质性审核，实际上是对拟IPO公司的投资价值进行了背书，也是对拟IPO公司的财务真实性进行了背书。这样一来，监管机构对造假上市也承担了更大的压力和责任。

近年来，证监会逐步意识到监管机构不宜为被监管对象背书，应淡化对拟上市公司的盈利能力的判断，以信息披露、风险提示的充分完整性为目标进行新股发行改革，只要公司信息披露充分、风险提示到位，达到了发行条件规定的财务标准后，剩下的就交由市场判断，证监会做好事后监管、处罚及健全赔偿制度即可。这就是所谓的“注册制”理念，要形成这一制度，需要包括证券法、刑法等相关重要法律在内的整体制度完善，这已不仅仅是证监会一个部门的工作。

艰难转型的中国投行

投行过冬与转型

没有IPO的2013年对于很多投行来说日子异常艰难。

长期以来，IPO收入几乎是国内大多数投行的半壁江山，2012年共有149只新股发行上市，而2013年这一数字是0，这意味着当年投行IPO保荐承销的收入也是0。券商投行业务的整体收入大幅下滑不可避免，例如：国信证券的投行业务收入从2012年度的16.66亿元骤降到2013年度的8.47亿元；广发证券股票承销净收入从2012年度的6.88亿元骤降到2013年度的8700万元；中信证券保荐承销收入从2012年度的17.86亿元下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到 2013 年度的 11.45 亿元（以上均为各证券公司母公司口径）。

在收入下降的同时，成本并没有下降，甚至还有所增长。投行的主要成本是人员工资和差旅费，在 2009 ～ 2012 年的投行黄金时代，各券商招揽了大量的投行人员，结果事实证明，投行的招聘计划永远是反市场操作的：人才储备到位了，牛市即转为熊市。新股恢复发行没有确定的时间表，没有哪家券商会轻易辞退已经有了多年从业经验的投行人员，不减员工资就得照发。此外，年初的财务核查运动也使得投行增加了一笔不小的额外支出。

与收入成本带来的财务压力相比，监管压力加大才是让投行更头痛的地方，而且这方面的压力不会因为 IPO 恢复发行而消失。近几年先后爆发的绿大地、胜景山河、天能科技、新大地、万福生科等案件在 2013 年度进入处罚阶段，与以前年度相比，证监会明显加大了对保荐机构和保荐代表人的处罚力度，保荐代表人甚至面临着终身市场禁入的处罚，而对保荐机构暂停资格所带来的业务流失影响也比以往要大了很多。

2013 年投行业务的惨淡，保荐业务收益风险比的下降，客观上逼迫很多券商开始思考如何转型。那么如何转型呢？

显然，中国大多数投行在这个问题上也没有思考得太清楚。很多投行人理解中的投行业务就是 IPO 业务，甚至连再融资都很少考虑。IPO 停发的时间长了，不少投行把目光放在了并购财务顾问业务上，2013 年被称为是“并购元年”，很多企业 IPO 撤了材料，只好谋求被上市公司并购，曲线进入资本市场。投行开始把手中掌握的未上市企业资源去对接已上市公司。

但将投行业务范围从 IPO 扩大到并购还不是完全的转型。业务类型的转型只是一部分，服务方式的转型才更为深远。

中国的投行业务本质上还是“通道”业务，即以持有中国投资银行业务牌照为前提，为企业发行证券制作上报材料，协助企业通过审核。这使得中国投行长期以来形成了一种“合规”思维，用一位资深投行人士的话⊖来说：“投行关注的重点只是合规性问题，行业都不重要，你就是把不同公司的出资、财务、现金流、管理等情况放在招股说明书上，然后再换

⊖ 引自投行民间组织荣呆会 2013 年年会投行转型话题中 @ 投行老人的发言内容，详见荣呆会微博。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个不同的行业，你就又把它放上去，投行就是这样的。”很多投行人员习惯了这种IPO审核制下的合规思维，即使在转做并购业务之后，也仍然是同样的合规、做材料的模式，而忽略了投行真正的价值发现和价值创造能力。

然而并购业务的思路与IPO确实不同，并购交易的成功涉及的不仅是发行人一方，而是交易双方，因此完成并购需要更多交易思维，需要投行在合规思维之外有撮合完成交易思维，而中国的投行人在这方面还缺乏经验，无法为企业提供太多有价值的服务。再加上浮躁的商业氛围，并购业务即便红火，失败率依然很高。

一些投行人也关注到了中国投行业务更深层次的问题，正如另一位老投行[⊖]所说：“我在思考转型的时候与银行、信托的朋友交流，发现他们谈的东西我完全不懂，他们做的是主流的金融业务，而我们天天忙着项目竞标，谈法律、谈财务，离金融越来越远，我们这还是做金融的吗？”类似的看法甚至在一些刚入行的投行人中间也有。一位年轻的投行人曾对笔者说，“我是金融专业毕业的，可我到了投行之后，觉得自己什么都不懂，自己学的全都用不上。”于是一些投行人把转型的目光投向综合金融服务，然而这已经不是一个投行团队所能做的事情，这是传统投行业务思路向大投行业务思路转变的问题，需要券商内部包括直投、资产管理、固定收益、研究所等不同部门的协调合作才能完成。以前孤立运作的投行部门需要综合金融平台的支持以获得更多的业务机会和更高的客户黏性。

中国资本市场已经有2000多家上市公司，各行各业的龙头优质公司大多已进入资本市场，其再融资和并购业务已经是一个相当大的市场，再加上大小非减持、股份质押、资产证券化、现金管理……有这么多的业务机会，投行是到了转变思路、转变业务模式的时候了。

但转型谈何容易，自2013年以来，各投行团队不断尝试转型但收获有限，很多投行提出介入资金业务，以“投资”带“投行”，但与市场上相对成熟的PE机构相比竞争优势不明显，投行的服务能力还体现不出来。

⊖ 引自投行民间组织荣枭会2013年年会投行转型话题中@压力下的从容与优雅的发言内容，详见荣枭会微博。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很多所谓的创新业务也都很同质化，没有自己的特色，最后的结果还是打价格战和拼关系。

转型中的投行人

在投行转型的同时，投行从业人员也面临着转型的痛苦与考验。

IPO停发下很多保荐机构都面临着巨大的去产能化压力，很多投行人面临着失业压力。投行人都在盼望着IPO开闸早日到来，并在IPO暂停的日子里尝试转型做些其他业务，但由于之前IPO钱太好挣了，很多投行人在惰性的支配下太久没考虑过其他出路，转型之路走得比较艰难。2013年11月30日证监会宣布IPO改革重启IPO之后，很多投行人又再次回归保荐业务的温床。但这次停发IPO已经充分暴露出投行保荐业务产能过剩的问题，该问题并不会因为IPO恢复发行而消失。

《上海证券报》于2013年11月刊出了长篇专题报道《保荐人，没有IPO的这一年》，文章生动描述了这一年保荐人的处境：

> 大部分保荐人对自己的定义是：金融民工——事业感缺失、薪酬不稳定、没有生活、常年亚健康，满腹委屈无处诉只好揶揄自嘲。
>
> 而逢此转型之冬，思考的意义远远大于自怨自艾。
>
> 越来越多的保荐人在惴惴不安、迷茫踯躅中反思与求变，在最寒冷的时候"围炉"夜话：关于IPO困境、关于保代制、关于造假、关于并购、关于转型、关于写书、关于离开……

与公司业务转型不同，在十年保荐制下，国内原本就以IPO业务、再融资业务为主的投行人员的做项目的专业技能不断提高，反过来又不断强化了自己只会做IPO和再融资的业务能力，投行工作越来越局限于围绕证监会审核部门做工作，奉审核部门的文件为旨意，在审核部门的指导下做项目。长时间的思维局限性导致了保荐代表人的关注点更多的在于历史沿革及业务的合法合规性、财务处理真实性、公司运作规范性等方面，而对企业核心竞争力、企业价值评估、资本运作等真正应该被投行理解的内容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

远没有理解到位，一个合格的保荐代表人距离一个合格的投资银行家尚有巨大差距。

随着保荐业务尤其是IPO业务的监管力度加强，投行人员执业的风险性也逐渐加大。然而员工的收入从来不是基于其做出了多少贡献或承担了多少风险，而是基于其可替代性的大小，保荐业务员工的可替代性恰恰很高。因此，随着保荐业务持续去产能化，投行人员不转型即可能面临被降薪裁员压力。

另一方面，确实有不少投行人厌倦了长期出差，厌倦了因为政策的不确定性而导致很多项目好几年做不出来，身心都受到诸多困扰，投行离职潮也在这一年到来。

2013年对于中国的投资银行业及其从业人员来说，可能是最差的年份，但也可能是一个最好时代的萌芽期，全看自己怎么选择。

转型，已经成为每一位投行人必须要思考的问题。

资本市场制度建设
年终改革：暗藏风险的IPO重启

2013年6月初，证监会就推出了新一轮的新股发行体制改革办法征求意见稿，但随着史无前例的“钱荒”到来，6月的股指持续向下，IPO重启不得不暂时搁置。

6月征求意见稿推出后，市场反响巨大，各参与群体均提出了大量修改意见，正式上报证监会的修改意见有5000多条。与以往不同的是，本次证监会可以说是“从善如流”，很多市场声音较大的典型意见都被采纳进了最终的文件中。

2013年9月18日，据多家媒体报道称，证监会主席肖刚首次提出2015年要过渡到注册制。这似乎预示着IPO开闸已近。

证监会于2013年11月30日正式公告了《关于进一步推行新股发行体制改革的意见》，并随即开始实施。文件的核心思想是：以信息披露为中心，实现“监管转型+归位尽责+赔偿、惩罚机制”的法制化、市场化改革，某种意义上说，本次《意见》是证监会走向注册制的重要一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已经过会的公司紧急按照《意见》精神修改招股文件并履行法定程序[㊀]，证监会终于在12月30日发出了4张发行批文。

这次新股发行体制改革有三大亮点。

（1）监管转型——信息披露为中心，不对发行人的盈利能力和投资价值做出判断。《意见》明确提出了“加快监管转型”，证监会第一次在正式文件中表示“以信息披露为中心，不再对发行人的盈利能力和投资价值做出判断”，并明确了证监会要做的事情是“发现申请文件和信息披露内容存在违法违规情形的，严格追究相关当事人的责任”。

（2）归位、尽责——发行人、中介、证监会对真实性负责，投资者“买者自负”。《意见》中第一次将监管机构的责任、投资者的责任与中介机构的责任并列提出，对市场最重要的参与主体——发行人、中介机构、证监会、投资者，各自的义务和责任明确划分。对发行人、中介机构乃至证监会的要求都是确保信息披露的真实、准确、完整，对投资者则明确提出了“买者自负”。

（3）建立赔偿机制，加大惩罚力度——归位尽责的必要补充。

与归位尽责要求相对应的，必然是建立赔偿机制、加大惩罚力度。

1）建立赔偿机制

《意见》中第一次提出了对投资者的赔偿机制：

“发行人及其控股股东应在公开募集及上市文件中公开承诺，发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，对判断发行人是否符合法律规定的发行条件构成重大、实质影响的，将依法回购首次公开发行的全部新股，且发行人控股股东将购回已转让的原限售股份。”

“发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关责任主体应在公开募集及上市文件中公开承诺：发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，将依法赔偿投资者损失。”

“保荐机构、会计师事务所等证券服务机构应当在公开募集及上市文件中公开承诺：因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失的，将依法赔偿投资者损失。”

至于如何具体赔偿，文件中没有明确，是按照“万福生科案”模式由保荐机构先行赔付还是按照“海联讯案”模式由实际控制人先行赔付尚未可知。但可以确定的是，

㊀ 按照《意见》要求，拟上市公司要召开董事会和股东大会审议新的发行方案，而从董事会到股东大会之间要有至少15天的法定间隔期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了面对监管部门的罚款之外，赔偿投资者损失会对相关利益方构成更大的触动。

2）加大惩罚力度

《意见》中列出了多条对发行人和中介机构的处罚条款，例如“发行人、中介机构报送的发行申请文件及相关法律文书涉嫌虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的，移交稽查部门查处，被稽查立案的，暂停受理相关中介机构推荐的发行申请；查证属实的，自确认之日起 36 个月内不再受理该发行人的股票发行申请，并依法追究中介机构及相关当事人责任”、“发行人上市当年营业利润比上年下滑 50% 以上或上市当年即亏损的，中国证监会将自确认之日起即暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请，并移交稽查部门查处”、“进一步加大对发行人信息披露责任和中介机构保荐、承销执业行为的监督执法和自律监管力度”等。

赔偿机制和加大惩罚力度，目的在于更进一步增加造假违规成本，一方面放开上市审核交由市场判断企业价值，另一方面加大违规成本和打击力度，方向上完全正确，但关键在于执行上是否可以排除干扰执行到位。

在三大亮点之外，本次改革方案还存在两个明显的问题，导致本次改革仅实施月余即被叫停修正。

第一个问题是为了消灭“超募”而推行老股转让。

根据《意见》第一条第（五）款，“发行人应根据募投项目资金需要量合理确定新股发行数量，新股数量不足法定上市条件的，可以通过转让老股增加公开发行股票的数量。新股发行超募的资金，要相应减持老股。”

在新股发行的同时发售部分老股，是国外成熟市场 IPO 时的惯常做法。然而中国的老股转让制度出台却是与限制超募资金相结合的。按新《意见》的逻辑，IPO 出现“超募”的原因是发行价太高，而发行价太高是因为新股发行规模太小，导致新股供不应求，因此应当加大股票供应量；而如果增加了某 IPO 公司的新股发行量，则必然又会增加募集资金规模，从而与解决“超募”问题的初衷相悖；因此，加大的股票供应量只能通过老股转让获得。表面上看，老股转让一方面使企业按照募投项目资金需要量发行新股彻底解决了“超募”问题，另一方面，也告诉投资者老股东在发行价这个价位要套现了，投资者们要考虑投资风险。

但这一制度设计没有考虑到的问题是：暂停一年新股发行的情形下，市场对新股的渴望度极高，发行定价市场化运作的情况下，预期发行市盈率短期内会高企；由于 IPO 长期排队，待发行公司的募投项目大多是 2011 年已经确定的项目，所需要的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金规模基本是按照2010年度的利润测算的，高发行市盈率下募集资金规模远超当初预测募集资金量是大概率事件。如果以转让老股的方式来限制新股发行规模，那么转让老股的规模可能会畸高。

此外，为了尽可能少募集资金减轻对市场的冲击，证监会对新股发行+老股转让后的无限售流通股股比依然限定在25%（4亿股以上10%）。这样一来，新股发行规模下降导致公司发行后总股本减少，从而使得既定公司市值情况下发行价更高。

老股转让制度还存在是否与《公司法》冲突的争议。根据《公司法》第一百四十一条："发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让"。老股显然属于公司公开发行前已经发行的股份，但却在上市时即转让了。对此质疑，证监会征求了全国人大法工委后，给出的解释为"老股转让发生在上市交易之前，并非属于上市交易之日起一年内，所以不受第141条的限制"。证监会的解释算是解决了老股转让合法性的问题，但业内依然质疑声不断。

第二个问题是为了降低虚高报价而推行"剔除不低于最高10%报价"。《意见》中提到："网下投资者报价后，发行人和主承销商应预先剔除申购总量中报价最高的部分，剔除的申购量不得低于申购总量的10%，然后根据剩余报价及申购情况协商确定发行价格。被剔除的申购份额不得参与网下配售。"

制度设计的初衷应当是：假定询价机构的报价中是存在虚高报价情形的，这部分报价应该被剔除，然后用剩下的报价去反映询价结果，从而可以得到一个更低的发行价。但从之后发行的实务来看，保荐机构和询价对象往往就压着10%的比例线剔除报价，然后直接用剔除之后的最高价作为最后的发行价，并没有综合考虑未被剔除的所有报价的平均水平，反而是在合规的情况下尽可能"取高"确定了发行价。而10%的高价部分因为不参与网下配售，也没有高报价的处罚，只是"充数"之用，反而为主承销高操纵发行价制造了潜在空间。

定价制度的缺陷，再加上A股普通投资者对新股的偏好和需求，扭曲了价格形成机制，发行人、承销商和投资者之间的价格博弈无法形成。

12月30日下发批文后仅仅10天，市场即验证了新政存在的重大缺陷，证监会不得不紧急通过窗口指导干预新股发行[⊖]。在对外承诺的首轮51家公司完成发行后，证监会又一次暂停了新股发行，对政策进行修订后才再度重启IPO发行。

⊖ 具体情况在本书第11章会详述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第11章 2014年

监管与市场博弈

在经历了21世纪最长的一次IPO暂停后，中国股市在2014年元月迎来了新股发行的重新启动。证监会的核准批文于2013年12月30日深夜开始发出，接下来的两天中，有11家企业拿到了发行批文。马年将至，2014年1月8日，第一批发行的两只新股——新宝股份、我武生物开始启动申购，“快马加鞭”，“马上上市”。

这一幕，与十年前柳州两面针股份有限公司上市时何其相似——早就通过了发审会的两面针在2004年元旦前拿到了发行批文，于2004年1月2日启动了新股申购，正式发行。

然而，刚刚推出的IPO新政执行仅10天就爆出奥赛康拟大比例减持老股事件，证监会迅速进行窗口指导，将发行价行政调控下来。在承诺的首批次52家批文发放后，证监会又一次暂停了新股发行。3个月后，证监会推出了修订版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的新政，新股才得以重新发行。

为了稳步推进新股发行，减轻舆论和市场压力，证监会选择了限价限量发行新股，然而却引发了又一轮 A 股 IPO 乱象：首轮拿到批文却被紧急叫停发行的奥赛康、慈铭体检、宏良皮业最终等到批文失效也未能获得证监会的发行许可，而同时段发行的众信旅游、扬杰科技、汇金股份则选择了“地板价”发行；在发达国家和地区股票发行时普遍使用的券商自主配售制度到中国水土不服，涉嫌利益输送，我武生物的承销商被证监会处罚；限价发行后的涨停板游戏成为市场一景，兰石重装创下了连续 24 个涨停板的新股神话……监管与市场开始了再度博弈的过程。

与 A 股 IPO 限价限量发行相对照的，是京东商城、阿里巴巴等中概股在美国风光上市，马云一度成为中国新首富。媒体再度聚焦 A 股 IPO 制度的合理性，质疑为什么好公司都去海外上市了。2013 年年底党的十八届三中全会提出了股票发行注册制改革的目标，整个 2014 年全市场都在讨论着注册制何时能落地。6 月证监会新闻发布会表态 2014 年年底将注册制方案上报国务院，注册制真的要来了。

那么注册制会是什么样？注册制能改变中国 A 股市场 IPO 的怪现状吗？

奥赛康
被紧急叫停的 IPO

发行新政暴露制度缺陷

谁也没有想到，江苏奥赛康药业股份有限公司（奥赛康）会成为检验 IPO 发行新政的试金石。

事情来得太快，距离 2013 年 12 月 30 日 IPO 开闸才过了不到半个月，第一批四家新股的发行还在进行中，本次新股发行体制改革的制度缺陷就在奥赛康事件中暴露无余。

奥赛康于 2013 年 12 月 31 日领取发行批文，1 月 8 日晚间刊登了《发行公告》：发行价 72.99 元 / 股，发行新股 1186.25 万股，募集资金 8.66

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元，同时转让老股 4360.35 万股，老股转让资金为 31.83 亿元。出售的老股全部来自控股股东南京奥赛康投资管理有限公司，也就是说，奥赛康 IPO 募集的资金当中，公司只拿到 8.66 亿元，而大股东直接变现 31.83 亿元！

不难想象这一公告对市场的震动。

按照证监会 IPO 新政要求，为了杜绝上市公司由于 IPO 发行价畸高而大量超募现象，当总募集资金超过预计募投项目需要资金的时候，超募部分应当相应的减持老股[㊀]。但没想到奥赛康发行价太高，实际募集资金量与原定募集资金需要量严重不匹配，最后导致老股东变现金额惊人。

奥赛康并不是第一家出现老股转让的公司，与奥赛康前后发行的其他 7 家公司中，有 4 家公司都安排了金额不等的老股转让，其中炬华科技老股转售金额也在新股发行金额的 3.6 倍以上，与奥赛康比例相当。只有新宝股份、良信电器和天保重装因询价后确定的发行价不会导致公司出现超募而没有安排老股转售。

奥赛康的业务是生产消化类和抗肿瘤类药品，公司业绩增长迅速，2013 年度预计净利润较 2012 年度增长 40% ~ 50%，达到 3.39 亿 ~ 3.63 亿元。

抗肿瘤药概念及优异的业绩成长性让投资者对奥赛康争相追捧，最终定价 72.99 元 / 股；虽然按 2012 年净利润计算的发行市盈率有 67 倍，但从成长性来看，以 2013 年预计净利润计算，相当于 47.86 倍左右的市盈率，低于创业板医药制造业 54.04 倍的滚动市盈率。但从机构的报价情况来看，根据询价结果，中金公司剔除了 73.88 元及以上最高报价（占全部报价的 12% 左右），其余有效报价的加权平均数和中位数位于 59 ~ 61 元。而最终确定的发行价 72.99 元远高于机构的平均报价，接近被剔除部分的报价。

招股说明书中公司募集资金需要量仅不足 8 亿元，加上发行费用也仅有 8.66 亿元，72.99 元 / 股的发行价格意味着奥赛康只要发行 1186.25 万股新股就可以满足募集资金需要。而发行前奥赛康总股本为 2.1 亿股，如果

㊀ 关于老股转让的具体制度设计，详见本书第 10 章——资本市场制度建设，年终改革：暗藏风险的 IPO 重启一节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

严格按募集资金需要量发行新股，意味着无限售流通股比例不足25%，不符合上市条件；于是奥赛康根据证监会政策，安排了4360.3万股老股转让。

其实证监会对奥赛康转让老股比例较大是有预期的。在证监会核发给奥赛康的发行批文中赫然写着“核准你公司公开发行新股不超过2000万股。公司股东可公开发售不超过5000万股，本次公开发行股票总量不超过7000万股”。

只是没有人想到模拟计算一下可能的发行结果。

即使奥赛康不选择远高于机构平均报价的发行价格，而是将发行价下调至剔除12.23%[一]高价后的加权平均报价58.81元，2013年预期市盈率下降至不足40倍。但这一价格按照证监会IPO新政的要求[二]，老股出售所得资金依然高达24.38亿元。也就是说，在遵守证监会规则的前提下，奥赛康老股转售金额数倍于新股募集资金是必然会发生的事情。

如果能事先考虑到巨额老股转让会引发舆论质疑这一情况，完全可以建议奥赛康先将股本扩张到4亿股，然后IPO发行10%的股份（2010年海普瑞发行的情况类似），即使发行市盈率依然和后来实际发行市盈率相同，老股转售的资金规模也将下降到10亿元以下，不会引起市场过度关注。

最后，高达31.83亿元的老股变现让公众无法接受，这远远超过了很多A股公司的IPO募集资金总量。在奥赛康之前最近一只IPO募资超过30亿元的新股发行还是2012年6月的中信重工，而创业板自开板以来尚未有公司募集资金超过30亿元。

IPO新政启动出台前，尽管存在超募情形，但募得的资金毕竟是归上市公司所有，全体股东都有份。而推出老股转售机制后，投资者IPO申购中支付的31.83亿元现金没有进入上市公司支持公司业务发展，却由老股东在公司上市前拿走了。投资者和媒体无法接受这样的结果，奥赛康的《发行公告》一出，大量网友痛批上市公司圈钱，有网友甚至发帖号召股民“拒绝申购，拒绝买入”，证监会面临巨大的舆论压力。有媒体报道称某高层领导给证监会主席打了电话质询此事，肖主席召开紧急会议商讨

[一] 《发行公告》披露的剔除高价比例。
[二] 即募集资金总量超过计划募集资金量的部分减持老股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对策。

第二天近午夜，奥赛康刊登了《暂缓发行的公告》，公告称“考虑到本次发行规模和老股转售规模较大，发行人和主承销商中金公司出于审慎考虑，经协商决定暂缓本次发行。发行人和主承销商未来将择机重新启动发行。关于发行的后续事宜，发行人和主承销商将及时公告。”

奥赛康恐怕没有想到，1 月 9 日的这份《暂缓发行的公告》，竟然是公司在 A 股市场上的最后一份公告。2014 年 6 月市场重启 IPO 发行后，奥赛康始终未能刊登《恢复发行的公告》。尽管有市场传言奥赛康从证监会撤了材料，但由于证监会已经核准公司发行，不存在终止审查情形，证监会没有依据撤销奥赛康的核准批文。2014 年 12 月 31 日，奥赛康 A 股发行批文失效，正式告别了 A 股。

超募是个伪命题?

尽管奥赛康上市之路就此中断，但关于奥赛康事件的讨论在接下来的一段日子里占据了各大财经媒体、网络媒体的主要版面，正反两方面都有不少声音。

为证监会叫好的媒体代表了相当一部分个人投资者的声音：《新京报》报道标题为《奥赛康暂缓 IPO 大股东暴富梦中止》，认为钻制度空子的奥赛康理应“好梦落空”；《华夏时报》总编辑水皮在接受央广网采访时更以“聪明反被聪明误”“多行不义必自毙”来评论此事。

一部分人将矛头指向了奥赛康的承销商中金公司，一位投行人士在网上的评论“中金公司不讲政治”得到了网友广泛的支持和认可。更有业内人士称中金公司为奥赛康定下高发行价是由于自身利益驱动。财新网报道称：“由于成本和收入多方面因素，2013 年中金投行部几乎没有利润，大家很希望 IPO 开闸后能尽快出几个项目。如果发的价格好一些，对公司在客户中的口碑也是好的。”

另一方面，也有不少业内人士对奥赛康 IPO 被叫停事件提出了质疑和思考，认为这与新股发行市场化的改革思路不符。

财新网报道引述投行人士评论“监管层果断出手，着实大快人心。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行政干预终究无法解决根本问题，只能是按下葫芦浮起瓢”。时间投资管理公司认为发行价是由“饥渴过度的361家网下投资者，冒着真金白银受损的风险投标投出来的……因此，没有理由对一个尊重规则的公司说三道四，反倒是对奥赛康的发行被叫停感到震惊”。有私募人士甚至在网上评论认为“亏损才是最好的投资者教育，纪律是市场给的，永远不是监管层给的。暂缓发行貌似市场化改革的倒退”。

归根结底，这次新股发行风波还是因为不合理的老股转让制度。新政施行不到半个月就被“钻了空子”，老股转让错在哪里？

成熟资本市场上IPO发行也有老股转让制度，这其实是针对原股东的合理安排。通常老股东想在IPO时减持一部分股份，只要你有合适的理由，减持的数量不大，一般情况下市场都可以接受。

可如果机构投资者看到老股东大量减持，那么根据信息不对称原理，老股东作为企业内部消息的知情人进行这种大规模减持一定是因为其对公司的未来没有足够的信心，这种情况会严重影响公司新股发行，所以IPO时大规模减持老股的情况在成熟市场很少出现。

老股减持本身没有错误，问题在于中国的老股减持制度与遏制“超募”联系了起来。

长达一年以上的IPO暂停，导致新股极度供不应求，因此刚开闸发出高价几乎是一个必然。在发行市盈率偏高和发行股份数既定的情况下，募集资金规模超过根据既定年度利润情况制定出的募集资金实际需要量是大概率事件。在新制度下，超募的部分越多，老股转让金额也就越大。奥赛康事件的出现是早晚的事。

中国人民大学法学教授叶林在接受财新网采访时表示：“多年来，国内的行业组织和从业人士并未就如何合理地给股票定价积累下有益的经验。官方实际上做不了这件事情，民间又不发达，西方市场存在的定价技术引入中国的过程中，受到各种阻力和影响。”

实际上，香港市场的新股发行制度完全可以被中国内地借鉴。香港IPO规则中没有超募的概念。在港股的招股说明书中也会有募集资金用途这一说法，但发行人只会公告募集资金将按照怎样的比例分配到不同的募集资金项目里，最后根据实际的询价认购情况把钱分配到不同的项目上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把超募等同于圈钱，与超募现象做斗争，其实是忽略了制定募集资金需要量这一规则自身的逻辑问题。追根溯源，超募概念原本是个伪命题。

奥赛康事件一出，投行圈内就开始讨论今后如何在招股说明书中将募集资金需要量增大，也就是所谓的“编募投项目”，又产生了新的制度投机做法。

监管只是资本市场上的一个参与主体，但市场上参与博弈的主体众多，多方博弈的结果无法预测。监管的智慧也难以穷尽各种可能出现的情况，因此，“头痛医头、脚痛医脚”的事前约束起到的效果很可能是结果失控。

那么如何能科学地限制新股发行“三高”现象？这是制度设计的方法论问题。从过去的实践来看，以结果为导向的制度设计很难解决问题。因为人的智慧是无穷的，尤其是积攒了上下五千年聪明智慧的炎黄子孙，从消灭不良结果本身倒推来制定监管措施，这种因果关系链总是存在被破解的可能性。反过来，从去除动机的方面去尝试解决问题可能会更有效。从提高监管智慧的角度来看，奥赛康事件的出现是有助于提升政策制定科学性的。

众信旅游
“价低者得”的发行逻辑

风暴再起

奥赛康 IPO 被证监会突然叫停后，业内震动、人心惶惶，大家担心停了一年多好不容易才得以放行的新股发行是否会再次被叫停。证监会面临着巨大压力，同时也不希望刚推出的 IPO 新政运行不足半月即宣告失败，于是再次对新股发行进行窗口指导：新股继续发行，但老股减持的比例必须降下来，老股减持所得资金不得超过新股发行募集资金。

同时，为了控制“三高”现象，证监会于1月12日出台了《关于加强新股发行监管的措施》，提出了三项监管措施：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）对发行人的询价、路演过程进行抽查。

（2）如拟定的发行价格（或发行价格区间上限）对应的市盈率高于同行业上市公司二级市场平均市盈率，发行人和主承销商应在网上申购前三周内连续发布投资风险特别公告（以下简称风险公告），每周至少发布一次。

（3）对网下报价投资者的报价过程进行抽查。

与2013年的财务大核查类似，证监会于当日晚间公告称，中国证监会已经开始对新股发行过程进行抽查，抽查的目的就是控制新股发行的“三高”现象。证监会临时组建了一支近200人的核查队伍，对44家机构询价对象及13家主承销商就新股发行过程中的合法合规性进行大检查。

这次核查使得各家投行都紧张起来，担心遭遇与奥赛康相同的命运，于是都纷纷主动降低发行价格。北京众信国际旅行社股份有限公司（众信旅游）就是其中的典型代表。

根据众信旅游的《发行公告》，其在询价阶段共吸引了614个配售对象提交初步询价，报价区间为14～58.80元/股，网下投资者全部报价的中位数为42.02元/股，加权平均数为41.14元/股，公募基金报价的中位数为44.05元/股，公募基金报价的加权平均数为43.01元/股。正常情况下，发行价定在40～45元相对合理，也能真实地反映所有询价对象的平均报价水平。

但是，由于众信旅游募集资金投资项目需要的资金仅1.49亿元，加上发行费用也不过1.69亿元，即使按照40元的低价计算，老股转售资金将有3.83亿元，是公司募集资金的2倍还要多。

2014年1月13日，众信旅游董事长冯滨内心异常的挣扎：按照市场询价结果和既定规则来看，公司明明可以发出40元左右的高价，老股东可以在IPO过程中套现4个亿，但发行公告上报证监会一定不会获得同意，奥赛康就是前车之鉴；如果要顺利IPO，只有将发行价砍掉一半，使老股转让金额低于新股发行募集资金规模，但又心有不甘。

这段时期内发行的公司都面临着发行价调整的压力。1月13日凌晨，汇金股份、慈铭体检、恒华科技、东方网力及绿盟科技五家企业纷纷公告暂缓发行。与奥赛康类似，慈铭体检是又一家被发行叫停的公司，由于老

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股东在发行定价方面与证监会未能达成一致，慈铭体检最终没能上市，被另一家同行业公司美年大健康收购。

因此，在主承销商力劝之下，为了尽快上市，冯滨无奈选择了23.15元/股的发行价，最终发行新股729万股，老股转让728.5万股，老股转售所得资金略低于新股发行募集资金。在询价对象的报价明细表中，并没有23.15元这个价格，23.15元的价格完全是倒算出来的，哪怕再多2分钱的发行价，老股转让所得的资金也会超过新股发行的募集资金。

根据这一倒算的23.15元的发行价，主承销商在所有机构的报价当中剔除了报价低于23.15元的最低9个报价，然后从倒数第10个报价往上排了20个询价机构，将其报价作为定价依据。同时，将报价为31.80元及以上的申报价格作为最高报价部分予以剔除，这部分被剔除的"过高"报价占本次初步询价申报总量的96.33%。

与众信旅游同批发行的几家公司中，汇金股份和扬杰科技在确定发行价时，为了满足老股减持规模的要求，也均剔除了超过90%的最高报价。

这几家公司的发行定价方式与奥赛康事件相比呈现出另一个极端，从古至今，"价高者得"本来是市场惯例，但众信旅游等公司将超过90%的高报价者直接被踢出局，报价低者反而获配，使得新股发行定价机制进一步被人为扭曲。

这一现象又引起了各种舆论抨击甚至调侃。

一位投行人士编了个段子影射众信旅游的发行价选择机制："相亲节目改版第一期，某高富帅上场，全场100位女士全部亮灯。但到高富帅选择的环节，他把前面最漂亮的96%的美女的灯都灭了，在剩下的4%的丑女里挑选。现场一片嘘声，没想到高富帅喃喃地说：抱歉，我是搞IPO的，习惯了。"有业内人士评价"现在的新股发行硬生生地被搞成了闹剧：一会儿报最高，一会儿剔除最高；一会儿开闸，一会儿暂缓，中间还有几次半夜鸡叫……"也有股民调侃称："IPO出现价低者得的吊诡现象，市场的智商下限再次刷新。我决定把自己的智商剔除96%来适应这个市场。"

这也是自2012年浙江世宝发行以来，A股市场再现"地板价"发行的情形。原本IPO重新开闸是为了迎接进一步的市场化改革，但却因为制度的不合理，再一次回到了行政干预的老路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“三高”也是个伪命题?

为了限制“三高”，一级市场的发行价被人为控制住了，但二级市场的交易价格却是由市场决定的。众信旅游在上市首日上涨45%的基础上，又连拉十个涨停板，一口气涨到87.22元才打开涨停，那些因低报价而获得配售的网下投资者们赚得盆满钵满。上市之后的众信旅游又很快启动了股权激励计划和同行业收购计划，到2014年12月股价已经上涨到了超过150元。

限价发行的直接后果就是上市公司通过IPO募集到的资金大大减少，而投资者在二级市场上的获利空间则大幅增加，通过对发行价的窗口指导，即使业绩优秀、成长性良好，上市公司也确实无法在IPO阶段“圈到钱”，这部分利益被人为地让渡给了二级市场投资者。

从众信旅游的董事长冯滨及其他发行前老股东的角度看，尽管老股减持变现的金额大幅缩水，但是毕竟上市成功了。除去25%的公众流通股份，原股东的75%的股份在A股市场上随着公司市值不断提高也会越来越值钱，股东财富也会因此增加，公司也才有借助资本市场做大做强的可能。事实上，自股权分置改革以后，公司上市对于公司以及公司股东的意义，早已远大于发行新股融资本身的意义，这也是地板价发行也会被股东接受的根本原因。

从监管机构的角度看，尽管市场化发行的理想很美好，但在中国股市特殊的环境下，重要的是新股能够顺利发行，股市重新恢复融资功能。在保障新股可以发出去的情况下，为一级市场投资者输送一些利益以换取其支持，总比尚不完善的市场化发行惹得舆论质疑不断要好很多。

至于发行市场化，待股民和舆论习惯了新股发行，在注册制改革后再逐步放开，可能是更好的选择。

但如此极端的人为干预定价手段毕竟不能持久。有业内人士指出，在“价低者得”的逻辑下，操纵发行过程变得更容易，主承销商在发行阶段无疑存在利益输送的可能，更不公平。而低价发行又会带来二级市场的疯狂“炒新”，从长远来看，不利于整个资本市场的健康发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么如何才能科学地解决新股发行的"三高"（高价格、高市盈率和高募集资金）问题呢？

大家都明白，"三高"的核心问题是定价。而价格的决定因素是多方面的，包括公司内在价值、公司成长性、行业发展趋势、发行时机等，更受到股票供求关系的影响，是参与到市场中的多方主体博弈形成的结果。

"三高"只是一个现象，其背后反映的现实是中国股市的定价机制问题、中国股市由于 IPO 不断暂停导致的供求失衡问题。控制"三高"现象本身不能解决根本问题，而是应当建立并培育完善的市场定价体制。从这个角度来看，治理"三高"也是个伪命题。

瑞银证券股票资本市场部主管李克非在接受财新网采访时认为："在一个正常的市场下，其实不存在一个定价过高的东西，任何定价都是在那个时点投资者对价格的判断。定价过程中实现均衡有几个条件：没有误导，没有使用招股书之外未经证实的信息，没有不公平对待投资者等。如果能做到这些，我们认为'三高'的现象自然而然就会消失。"

只有形成科学的股票发行定价机制，让发行群体和认购群体的利益得到平衡，才能逐步消除"三高"现象。而如果只是简单的对一级市场发行价格不分行业、公司地进行统一限制，结果就是定价机制被扭曲，导致股票在二级市场被爆炒，市场无法健康运转。

在 2010 年年初的监管工作会议上，时任证监会主席尚福林曾对三高问题发表了如下意见："新股的"三高"其实是一个问题，就是价格高。要用体制、机制去培育市场，不能由几个人拍脑袋去给企业定价，企业的情况千差万别，投资者买的是企业的成长，企业的价值应该交由市场来判断。"尚福林还强调了改革的长期性，认为市场化的价格机制的形成需要时间，市场各方需要逐渐熟悉和适应新的体制和规则。"只要坚持市场化改革的取向，市场主体归位尽责，我不相信价格不下去。"

在过去的十年里，新股发行制度不断地完善、改进，目的都是为了最终形成一个合理的定价机制，但这一次新政的缺陷使得监管机构为了安抚市场情绪，不得不再次使用行政干预手段，定价市场化之路再度推迟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我武生物
自主配售权的橘枳之变

自主配售引发利益输送

2013年年底证监会发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，还有另一大亮点，即引入了主承销商自主配售机制：“网下发行的股票，由主承销商在提供有效报价的投资者中**自主选择投资者进行配售**。发行人应与主承销商协商确定网下配售原则和方式，并在发行公告中披露。承销商应当按照事先公告的配售原则进行配售。网下配售的股票中至少40%应优先向以公开募集方式设立的证券投资基金和由社保基金投资管理人管理的社会保障基金配售。上述投资者有效申购数量不足的，发行人和主承销商可以向其他投资者进行配售。”

IPO主承销商自主配售权，是指在新股发行时主承销商可以自主决定将一部分股票分配给特定投资者。实行自主配售权，一方面可以给予那些真正看好发行人发展前景、愿意长期持有公司股票的投资者以更多的股票，使得获配结果可以更充分地反映投资者意愿和需求，减少股票上市后的股价波动；另一方面，则可以强化主承销商与投资者的合作，形成长期共存的伙伴关系，有助于主承销商逐步建立、培养起自己的销售网络和销售客户群体；主承销商在发行过程中的角色定位兼顾发行人和投资者的双方利益，在发行人和投资者的利益博弈中起到平衡的作用，真正发挥中介功能，从而使新股定价更趋合理。因此，主承销商自主配售选择权是国际成熟市场的通行做法。

自2011年新股破发潮以来，一直有业内声音呼吁A股也引入主承销自主配售制度。在现行制度下，报价的高低是机构能够获得配售的唯一因素，在相同报价的基础上，机构投资者能否取得股票完全是看运气，而主承销商在与机构投资者对话时并没有足够的话语权。有了主承销商的自主配售权，才能促进券商培育机构客户，提升券商的销售能力，在发行人、主承销商、机构投资者几方博弈的过程中形成更加良性的互动。

浙江我武生物科技股份有限公司（我武生物）的主承销商海际大和证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

券成为第一个吃螃蟹的券商。

根据我武生物的《初步询价及推介公告》，有效报价确定后，主承销商将回拨后网下发行股数的 40% 优先配售给有效报价投资者中的公募基金和社保基金[一]。在优先配售完成后，发行人和主承销商开始执行一般配售，也即行使自主配售权：发行人和主承销商根据自身业务开展的需要将网下投资者确定为战略合作投资者[二]、紧密合作投资者[三]和其他投资者；对于战略合作投资者按有效报价的申购量给予其全部或不低于平均配售比率的部分股票配售；之后对紧密合作投资者进行配售，按有效报价的申购量给予其不超过平均配售比率的部分股票配售；最后，对于其他有效报价投资者，给予不高于前两者配售比率的股票配售或不予配售。

然而，1 月 9 日晚我武生物公告的《网下发行配售结果公告》又让大家大跌眼镜：网下发行股数最终为 505 万股，19 个有效报价投资者总的申购量为 7600 万股，平均配售比率为 6.64%；然而，拥有优先配售权的社保基金和公募基金的配售比例只有 3.42%，例如社保基金申购 1800 万股，仅获配 61.63 万股；而东吴证券资产管理计划“东吴汇利 1 号”有效报价 100 万股，但获配比例为 0；一位个人投资者柳海彬仅仅申购 200 万股就获配了 100 万股，获配比例高达 50%。但社保基金和东吴证券的报价都比柳海彬要高。

这自主配售是怎么操作的呢？

根据主承销商海际大和证券事先制定的配售原则，社保基金和公募基金拥有 40% 的优先配售权，我武生物网下发行 505 万股，40% 即 202 万股优先分配给社保基金和公募基金；在 20.05 ~ 20.18 元的有效报价范围内，总计有 10 个配售对象为社保基金和公募基金，总计认购股数为 5900 万股；发行人和主承销商根据公募基金和社保基金有效报价的申购量进行等

[一] 40% 优先配售给公募基金和社保基金是 2013 年年底 IPO 新政的要求，因此尽管具有优先权，但不属于券商自主配售。

[二] 战略合作投资者是指符合当前正与发行人或主承销商开展重要合作项目、有长期业务合作关系、有较强的资金实力或管理的资产规模较大、有较强的行业研究能力等条件之一的且与主承销商签订战略合作投资者协议的网下投资者。

[三] 紧密合作投资者是指符合历史上与发行人和主承销商有过业务合作、建立了业务合作关系、历史上曾参与主承销商承销项目的申购、有一定资金实力、有一定的行业研究能力等条件之一且与主承销商签订紧密合作投资者协议的网下投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比例配售，即10个配售对象按照相同的比例——202÷5900=3.42%获配。

在完成对社保基金和公募基金40%的优先配售后，是对“战略合作投资者”的配售，“给予其全部或不低于平均配售比率的部分股票配售”。显然，我武生物和海际大和证券认定的“战略合作投资者”是国联安－吾同－灵活配置分级7号资产管理计划、宁波市阿尔法投资管理有限公司和柳海彬，这三个投资者共获配250万股，占了总网下发行股份比例的49.5%。

第三批是对“紧密合作投资者”配售，“给予其不超过平均配售比率的部分股票配售”，平均配售比率为6.64%，给紧密合作投资者的配售比例为6.5%和5%，共配售了33万股。

还有最后20万股，给了余下的其他投资者。剩下两个配售对象均为东吴证券旗下账户——东吴证券自营账户和东吴证券东吴汇利1号债券增强型限额特定资产管理计划，最终20万股均给了认购量达到了600万股的东吴证券自营账户，符合“给予不高于前两者配售比率的股票配售或不予配售”的规则。

如果“战略合作投资者”和“紧密合作投资者”的资质都是没有问题的，那么整个分配过程是合规的，但过于悬殊的配售比例以及对“战略合作投资者”的好奇立刻引发了媒体的兴趣。

很快，《中国基金报》查到国联安－吾同－灵活配置分级7号资产管理计划的管理人和劣后级投资人是海际大和证券现任总经理马飞的前同事和校友，涉嫌利益输送。

于是证监会启动了调查程序，并紧急要求海际大和董事长赴京协助调查。根据证监会的调查，“海际大和在我武生物项目承销过程中，其副总经理陈永阳、投资银行一部总经理计静波在询价敏感时间段内，私下与投资者联系，该投资者参与报价并获得配售；在配售过程中，向不符合优先配售条件的投资者优先配售，事后倒签协议以满足优先配售条件”。

证监会的调查结果证实了我武生物网下自主配售是存在严重问题的。再复盘回看当初的《发行公告》，会发现三个“战略合作投资者”的最高报价分别为20.05元、20.06元和20.18元，而有效报价区间为20.05～20.18元——这个报价区间正是为三个“战略合作投资者”量身定做的。但由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于在这个区间内尚有10个公募基金和社保基金认购对象，且认购规模较大，才导致了公募基金和社保基金的配售比例严重低于平均配售比例的情形。

我武生物上市后股价连续涨停，100%换手率的时候股价已经超过了42元，较发行价翻了一番。“战略合作投资者”获配的250万股，净收益超过5000万元。不过，尽管证监会最终认定了我武生物网下配售存在严重问题，但并没有去追究这超过5000万元的收益是否属于非法获利或不当得利，而只是对海际大和采取“3个月暂不受理其证券承销业务有关文件”“责令处分有关人员”和“责令公开说明”的监管措施，对海际大和的计静波、陈永阳采取“出具警示函”的监管措施。

水土不服，橘枳之变

中国古代有个故事，齐国的晏子到楚国，楚王想戏弄他，故意将一个犯人从堂下押过。楚王问：此人犯了什么罪？回答：一个齐国人犯了偷窃罪。楚王就对晏子说，你们齐国人是不是都很喜欢偷东西？晏子回答：淮南有橘又大又甜，一移栽到淮北，就变成了枳，又酸又小，为什么呢？因为土壤不同。[1]

在海外成熟市场通行的自主配售权在中国的境遇恰似橘枳之变，国际上的自主配售权是增加承销商与机构投资者博弈中的话语权，到了A股却演变成了赤裸裸的利益输送，出现了严重的水土不服，因此实行不足一个月就被叫停。

而这种情况出现的原因也确实可以归结为国内资本市场的整体环境：A股市场长期以来的炒新风气，再加上新股停发了一年多，市场对新股完全处于极度渴求状态，巨大的利益很容易导致暗箱操作，出现有违证券市场的“三公”原则的情形。

那么自主配售权是不是意味着承销商可以按照自己与机构投资者或者主要客户的关系远近来任意决定配售比例？

[1] 《晏子春秋·杂下之十》：婴闻之：橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳，叶徒相似，其实味不同。所以然者何？水土异也。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成熟市场上并非如此。在一个充分竞争的市场上，各家主承销商面对的机构客户是同样的，所谓的优质客户并不是主承销商根据自己的喜好判断出来的，而是市场承认的优质客户。对于这些市场认可的优质客户，通常在他们愿意购买的情况下，承销商都会给他们进行一些“照顾”。

当然，市场不好的情况下，承销商也希望这些客户能帮他们完成新股的发行，但并不是像国内有些人想象的那样，股票发不出去就找机构投资者帮忙接盘。相反，如果股票不好卖，承销商也应该对自己优质的客户进行风险提示，保护自己的优质客户。

这种良性互动机制的建立，是各家主承销商站在维护其市场长期信誉的角度所做出的理性选择。但在A股市场上，短期逐利的风气盛行，投机心理严重，同样的制度在中国就变了味道。

我武生物事件后，证监会强化了对承销商自主配售行为的监管，加强了规范性要求，增加了禁止配售关联方，禁止主承销商向与其有保荐、承销业务合作关系的机构或个人配售的规定。同时规定公募基金等公众投资机构的配售比例应当不低于其他投资者；在网下自主配售时，承销商对同类投资者配售比例应当相同。

然而这些新的限制又给承销商出了新难题。“禁止主承销商向与其有保荐、承销业务合作关系的机构或个人配售”这条规定给保荐机构带来了巨大的工作量。在每次新股发行前，主承销商均要核对禁止配售投资者的名单，对“过去6个月内与主承销商存在保荐、承销业务关系的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员；已与主承销商签署保荐、承销业务合同或达成相关意向的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员”进行一一核查，确保网下配售不会出现违规的情形。对于规模大些的券商来说，要核查上百个项目近千人。而事实上，这些主体即便参加了网下配售，在与其他投资者同等对待的情况下，也不会存在利益输送的情形。

中国资本市场的成熟和完善还有很长的路要走，即使是引入海外市场的先进经验，也需要针对我国特有的市场环境做出更有前瞻性的调整和完善。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本市场制度建设
IPO 询价制度（六）：询价变成解方程

1 月 14 日晚，海天味业刊登招股说明书后，宣布启动 IPO 的公司达到了 52 家，完成了证监会之前宣告的 IPO 重启后首批次发行 50 家的目标。

接下来证监会再次暂停了新股批文的发行，并对外解释称，以 2014 年半年度财务数据口径申报 IPO 的企业在 1 月 31 日之后需要补充 2014 年年报审计才能发行。

借着这段时间窗口，证监会对 IPO 新政在实施过程中出现的问题进行了研究分析，并于 2014 年 3 月修改了《首次公开发行股票时公司股东公开发售股份暂行规定》和《证券发行与承销管理办法》，同时发布了《发行监管问答——募集资金运用信息披露》。三份文件对 2013 年年底的 IPO 新政打了“补丁”。证监会承认了老股转售与募集资金挂钩存在不合理，并允许在审企业调增拟募集资金金额，允许募集资金可以补充流动资金，明确了“公司首次公开发行股票应主要用于筹集企业发展需要的资金”，并且规定“公司股东公开发售股份数量不得超过自愿设定 12 个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量”，即限制了老股转让数量不得超过锁定期在 12 个月以上的战略投资者获得配售的股份数量。

由于同日证监会还发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》，3 月 21 日发布的 IPO 新政补充文件并未立刻实施，新股恢复发行的时间表待定。直到 6 月 9 日，证监会才又下发了 10 张批文，新股发行再次重启。

当这批次 10 家新股公告《发行公告》时，新股发行史上戏剧性的一幕又出现了：针对每一家公司的报价，几乎所有询价机构的都完全一致，只有个别机构的报价会出现偏离。

出现这种询价机构统一报价情形的原因，是 5 月 23 日发行部召集部分券商资本市场部开会传达的窗口指导意见：“①老股转让：在招股书中原则说明是公司的 IPO，不是老股东的 IPO；如果不进行老股转让就要明确写明不转让，如果进行转让就要确定多少比例最好不超过 50%（不能太高），可以授权董事会来确定；②募集资金量：不要过度融资，除非有特别的充分完美的理由，否则不要超募；③定价：不能超过行业平均市盈率，募不足也很正常；④发行费用：本次封卷需要披露发行费用，要求披露到具体的项目和金额；⑤路演：律师要对券商的路演过程进行鉴证，包括路演过程和推介材料，推介材料是否有超招股说明书内容的范围要发表明确意见，网下路演可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不做，要做就要注意不要违规。”

按照上述意见发行，询价考核的不再是机构们对新股的定价能力，而是简单的数学运算能力，发行定价只要满足以下公式即可

发行价 =（募集资金 + 发行费用）/ 发行数量[㊀]

同时满足　　发行市盈率 ≤ 行业平均市盈率的要求

募集资金数量、发行费用、发行数量都已经在招股说明书中明确披露了，而行业平均市盈率交易所每天都公告，询价机构的研究员不需要再去研究新股的基本面了，只要找到招股说明书中这几个参数，就可以给新股定价了。很多发行人甚至已经不再进行网下路演，以节约发行费用。

这种情况显然与市场化定价、通过询价确定发行价格背道而驰，2014 年 6 月 11 日《21 世纪经济报道》刊发文章《 IPO 改革，原来就是道数学题》，文章称“历经数月等待，市场化口号喊得震天响的证监会，一出手果然非同凡响，直接给打新机构们考起了数学题。这比原来的暗箱勾兑的确先进不少，还省了什么调研、路演这些虚招。直接指定发行价，面子上又过不去，不如扔一道数学题，你懂的。”

之后不久，证监会发行部又提出了 23 倍发行市盈率的上限，自 2014 年 6 月富邦股份按照 23.01 倍市盈率发行后，全年再无一只新股的发行市盈率超过了 23 倍。

自 2005 年证监会推出询价制以来，经历了多次改革与完善，但最终因为新政下市场形势难以控制，竟然无奈地走向了“一道计算题”确定发行价格，实在令人慨叹。

市场的调整需要时间，改革的初期必然有很多的不可预见，越想要控制，反而越控制不了，因为跟市场角力是非常痛苦的。中国的法律制定和修改速度跟不上资本市场的发展速度，中国资本市场的参与者不成熟、投机心理强，监管者改革阻力重重——A 股 IPO 市场走出怪圈是一个系统性的问题，不是靠证监会出台几个规范就能解决的。

在舆论抨击和市场下行走势的双重压力下，为了在短期内恢复市场信心，监管与市场力量展开了博弈，A 股 IPO 市场仿佛上演了一幕“皇帝的新装”，每个市场参与者、旁观者都知道 A 股是政策市，A 股不仅无法在全球资本市场上吸引到好的公司来中国上市，反而让国内的好企业不得已纷纷去国外上市了。人群中甚至有“天真的孩子”喊出了真相，然而，皇帝没有后路可退，仍然要将这一场戏演完。

㊀ 有老股转让的情况下，仅计算新股发行数量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发行人、中介机构、监管机构，都是骑虎难下。证监会背负了重重的舆论压力，想要维稳，保护投资者，结果牺牲了 A 股市场的活力。

当 2011 年八菱科技打破新股不败的神话，舆论曾认为中国的投行从此以后将进入重视发行和定价能力的时代，股票销售能力将成为投行未来发展的重点。但日后的事实证明新股发行改革步履维艰。

在 IPO 承销这件事上，即使是拥有一流销售能力的国际投行，也无法战胜市场，万洲国际香港 IPO 雇用了 29 家投行却仍然卖不出股票就是最好的例证——市场的力量是不可战胜的。

在 A 股市场尚处于“新兴 + 转轨”阶段的情况下，新股发行市场化之路依然漫长，特别是 A 股多年陷入政策市的预期当中积重难返，期望注册制推出后可以推动新股发行市场化改革重回正轨。

兰石重装、中科曙光
连续涨停哪家强

2014 年的新股发行表现，像极了彩排好的阅兵仪式，所有的新股在上市首日都整齐划一地上涨 44%，然后无一例外地连续多个交易日涨停，以至于投资者们玩起了竞猜公司上市后有几个涨停板的游戏。

这种现象的出现是深沪交易所对首次公开发行股票上市首日最大涨幅以及盘中临时停牌制度造成的。首先，以发行价为基准，交易所规定新股上市首日开盘价涨幅不得超过发行价的 20%，同时当天股价的最大涨幅不得超过开盘价的 20%。这一规定导致新股上市首日的最大涨幅就是 44%。

同时交易所又规定了临时停牌制度，例如深交所规定，盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 10% 的，临时停牌时间为 1 小时；盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 20% 的，临时停牌至 14:57。

因此，年初深交所首批次上市新股首日几乎都是只有 5 笔成交：9:25 分以上涨 20% 的价格开盘；9:30 分以开盘价再涨 10% 的价格成交，然后停牌 1 小时；10:31 分恢复交易，价格上涨到开盘价的 20% 再次触及停牌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一直停到14:57分；14:57成交一笔后进入收盘集合竞价，到最终收盘再成交一笔。

由于新股上市首日只有5次交易机会，且每次都是“秒停”，投资者对新股上市首日停牌制度表示出极大的不满。等到6月份恢复新股发行时，交易所修订了新股上市首日停牌机制：在保持“股票上市首日全日投资者的有效申报价格不得高于发行价的144%且不得低于发行价的64%、开盘集合竞价阶段有效竞价范围为发行价的上下20%”等要求的基础上，连续竞价阶段出现盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过10%的，实施盘中临时停牌，临时停牌时间为30分钟；复牌之后取消了价格上涨或下跌到开盘价的20%再次停牌的规定。

于是所有新股，不分沪深交易所，不分主板、中小板还是创业板，不分行业和公司资质，无论上市时指数点位如何，新股上市首日表现又整齐划一地表现为：9:25分以上涨20%的价格开盘；9:30分以开盘价再涨10%的价格成交，然后停牌半小时；10:01分恢复交易，价格上涨到开盘价的20%，然后这个价格维持到收盘。

自上市第二天开始，所有新股无一例外又开启了“连续涨停板之旅”，少则两三个涨停板，多则十余个涨停板。2014全年一共发行了77只新股，上市首日后连续涨停板的平均数为7.94个。一度有多家新股的连续涨停板在10个以上，何时打开涨停板成为投资者和媒体竞猜的话题，以至于有些财经网站的新股专栏对每只新股均预测何时开板，以给投资者投资建议；而公司合理估值到底应该是多少早已无人关心。

在2014年的新股涨停板游戏中，最抢眼的无疑是兰石重装和中科曙光两家公司。

兰石重装，即兰州兰石重型装备股份有限公司，主营业务涵盖炼油及煤化工高端压力容器装备、快速锻压机组装备、板式换热器、核电新能源等多个高端能源装备的研发、设计、制造领域。公司公布的募集资金投资项目所需资金约3.9亿元，其中1.3亿元使用首发上市募集资金，加上发行费用为3839万元，在发行1亿股的情况下，根据公式计算出的发行价仅1.68元，这是A股有史以来最低的IPO发行价。

根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引（2014年修订）》，兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

石重装所属行业为专用设备制造业，发行前专用设备制造业最近一个月静态平均市盈率为35.47倍。尽管兰石重装发行价仅1.68元，但考虑到其2013年度每股收益仅0.1元[㊀]，全面摊薄后的发行市盈率也已经达到了21.73倍。发行市盈率与行业市盈率差异并不显著。

A股市场有炒新传统也有炒低价股的传统，以最低价发行的新股兰石重装难以逃脱被爆炒的命运。只是，谁也想不到兰石重装又创下了A股的一个纪录：兰石重装10月9日上市，首日开盘价2.02元（1.68×120%），收盘价2.42元（涨幅44.05%）。从上市第二天开始连续涨停，在经历了连续14个“一字”涨停板（一字板是指开盘即涨停）后股价涨到9.19元，较发行价已经上涨了447%；不过兰石重装的上涨远未结束，之后又连续9个交易日以涨停收盘，股价涨到21.67元，较发行价上涨了1189.88%。从10月10日到11月12日，连续的24个交易日，除了被交易所要求停牌一天召开投资者说明会外，其他23个交易日天天涨停。

支撑投资者爆炒兰石重装底气的，是招股说明书中披露的巨额合同：2013年全年新增订单量19.49亿元，2014年1～6月新增订单20.02亿元，2014年7月份新增订单3.69亿元。而公司2013年度主营业务收入仅13亿元，巨额在手合同意味着公司未来成长性确定。另外，公司将可能获得一笔数亿的搬迁补偿款，是公司2013年度业绩的数倍之多。

23个涨停后，公司股票市盈率已经超过了200倍，远超专用装备制造行业最新市盈率40倍左右的水平。如果有投资者中了一签兰石重装的新股，能够一直持有到连续涨停板结束，每一签净收益接近2万元。之后的走势证明21.67元并不是兰石重装股价的巅峰，在结束了连续23个交易日的连续涨停之后，兰石重装的股票在之后5个多月时间内又涨了超过50%。

11月6日，在兰石重装连涨四周拉了20个涨停板已显疲态时，曙光信息产业股份有限公司（中科曙光）接过了兰石重装的接力棒。中科曙光是2014年10月16日开始招股的，由于其拥有中科院的金字招牌并以先进的计算机技术为亮点，在招股意向书刊登后，市场已经普遍预测中科曙光将遭到爆炒。

㊀ 按照发行前股本计算，发行新股后全面摊薄的每股收益更低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从11月7日开始到12月8日结束，中科曙光在一个月内一口气连续走出21个“一字板”，股价直接从发行价的5.29元涨到56.42元，涨幅高达966.54%。尽管没有兰石重装的涨幅高，但是中科曙光开盘即涨停的连续“一字板”数量又创了纪录，中签者可以一直等到打开涨停才卖出，中一签的收益超过5万元。而更为夸张的是，在打开涨停后半年时间内，中科曙光的股价又涨了100元——这真是一个疯狂的时代！

新股上市后连续涨停，毫无疑问是与发行价被统一窗口指导限价有关。发行市盈率与行业无关、与公司无关、与指数点位无关，而只关乎一条未以正式文件公布的“发行市盈率不得超过23倍”的窗口指导规定。投资者可以放心地打新股，损失的只会是资金的机会成本，而绝无投资亏损风险。新股不败的神话再度于A股市场上演。

这种情形下自然申购者众多，网上发行中签率很低，筹码几乎完全分散，加之整个市场迎来了多年未见的牛市，中签新股有如中彩票，鲜有投资者（包括机构投资者）去研究新股的内在价值，而是去研究哪只新股中签率可能更高一些，更可能中签。新股上市后中签者持股待涨心态成为主流，导致股票估值定价被进一步扭曲。

尽管业内人士均普遍认为新股上市后连续涨停板是极不正常的表现，没有存在的合理性与必要性，是在特定阶段出现的特殊现象，但是客观上每天都有涨停板确实活跃了股市交易氛围，也吸纳了一定量的资金进入股市。

此外，2013年年末IPO新政要求网上申购新股必须要持有一定金额的无限售流通股[㊀]，2014年3月修订的IPO新政要求网下申购新股也必须要持有一定金额的无限售流通股，打新的资金必须要有一定金额的无限售股票市值，也带动了场内存量股票的价格上涨。

尽管新股限价不是成就本轮牛市的唯一原因，但在“新股低价发行→吸引资金打新股→打新资金必须要先买既有股票→新股上市后表现亮眼烘托牛市气氛→吸引更多资金进入股市→股市上涨可以接纳更多只新股发行”的循环逻辑链中，中国A股市场确实迎来了一场轰轰烈烈的牛市。

新股上市后连续涨停板的情形出现在肖主席推行的IPO新政之后，反

㊀ 即认购新股量要与市值挂钩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

映在股票行情系统中的K线图走势，被市场人士亲切地称为“肖氏弧线”，大部分投资者在这轮牛市中都挣到了钱，股市再次成为中国老百姓日常谈论的重要话题，A股陷入了一场自我制造的狂欢。

京东商城、阿里巴巴
好企业都去海外上市？

互联网公司赴美上市缘起

2014年A股总计发行了125只新股，从年头的喧嚣一直延续到下半年的“肖氏弧线”，市场逐渐升温。但引发全球投资者关注的中国公司IPO却不在A股，而是以京东商城和阿里巴巴为代表的一批优质互联网公司在美国上市。

2014年共有15家中国概念企业在美国IPO，募资额达到了创纪录的304.52亿美元。其中，乐居、猎豹移动、聚美优品、智联招聘、阿里巴巴和一嗨租车等6家选择了纽交所，而达内科技、爱康国宾、微博、途牛网、京东商城、迅雷、乐逗游戏、天华阳光和陌陌9家选择了纳斯达克。

京东商城与阿里巴巴是2014年赴美上市的中概股代表，也是募集资金规模最大的两家，阿里巴巴超过250亿美元的募资规模甚至成为全球史上募集资金规模最大的IPO。

这两家中国互联网行业的领军企业是公认的优质中国公司。数亿中国人在京东商城和阿里巴巴的天猫、淘宝平台购物，网购早已成为很多中国人日常生活的一部分。然而，这样的公司竟然不能在中国A股上市，让中国广大投资者无缘分享到公司成长带来的资本红利，只能望洋兴叹。

京东商城、阿里巴巴以及众多中概股公司在美国上市，引发了舆论热议：这样的好公司为何不能在A股上市？

不能满足A股上市对盈利的要求是首要原因。很多互联网公司成立初期都是大把烧钱，一些公司甚至已经发展到相当大规模了还是没能盈利。例如京东的财报显示，公司2014年第三季度净亏损为1.644亿元；新浪微

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

博自 2012 ~ 2014 年一直在亏损；一嗨租车上市前也一直处于亏损状态。中国 A 股的 IPO 条件中要求拟上市公司持续盈利，在修改《证券法》之前，亏损公司没有可能在 A 股上市。相比之下，海外市场更多是要求公司提交的信息真实完整就能上市，对盈利、规模方面限制很低，即使是处于亏损或微利状态，只要发展前景较好，就会被市场所认可。

与传统行业不同，互联网公司成立后大多是通过风险投资来获得资金，而大多数互联网公司早期的风险投资都是来自境外。如阿里巴巴的主要投资方有软银、雅虎等；京东商城的主要投资方有环球老虎基金、高瓴资本等；途牛网有 DCM 等；聚美优品有 General Atantic 等。

但早在 1993 年，我国《电信法》就规定：禁止外商介入电信运营和电信增值服务。由于互联网业务在国内法律上归属于“增值电信业务”，为绕开限制，解决迅速发展期的融资难题，国外投资者和国内公司，通过签署一系列合约展开合作，通过在境外搭建 VIE（可变利益实体，Variable Interest Entities）[㊀]结构对境内公司实行协议控制。

新浪是第一个使用 VIE 模式的中国公司。当时信息产业部的政策性指导意见是，外商不能提供网络信息服务（ICP），但可以提供技术服务。为了海外融资的需要，新浪找到了一条变通的途径：外国投资者通过入股离岸控股公司 A 来控制设在中国境内的技术服务公司 B，B 再通过独家服务合作协议的方式，把境内电信增值服务公司 C 和 A 连接起来，达到 A 可以合并 C 公司报表的目的。2000 年，新浪以 VIE 模式成功实现美国上市，于是 VIE 模式又被称作“新浪模式”。

紧接着，搜狐、百度等互联网公司的先驱纷纷以 VIE 模式成功在美国上市。后来这一结构被推而广之，被广泛应用到传媒、教育、软件、半导体、房地产中介、金融服务等诸多行业公司的赴美上市股权结构设计中。

而协议控制并不被中国法律所认同，这些有 VIE 架构的中国企业如果想在国内上市，必须先将 VIE 协议解除，境外投资方退出，才能回到 A 股上市。

㊀ VIE 结构又被称为“协议控制”，是指境外注册的上市实体与境内的业务运营实体相分离，境外的上市实体通过协议的方式控制境内的业务实体，业务实体相对于上市实体而言，又被称作是“可变利益实体”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后，公司治理结构方面的障碍也使这些互联网公司在考虑中国上市时面临困境。2013 年初，阿里巴巴要赴港上市的消息曾甚嚣尘上，但由于阿里巴巴的合伙人制度不符合香港证监会倡导的“一股一票”原则，阿里巴巴只能转赴美国。与之类似，京东商城上市后，刘强东拥有的股权比例尽管只有 18.8%，但其投票权超过了 50%，投票权和股份比例并不一致。

中国《公司法》对于普通股也是要求“同股同权”，并不认可不同股票拥有不同投票权的 A、B 股设计，对于在发展过程中一轮轮融资但又希望保持创始人控股地位的大多数互联网公司来说，这也是一个实质性障碍。

如果互联网公司在中国上市

由于 2014 年正逢 A 股 IPO 新政实施，这些优质互联网公司在美国上市也引发了中国投行从业人员们的“吐槽”。

假设京东商城在 A 股申请上市，按照 A 股的上市标准会有如下情况出现：

（1）业绩持续为负，不具备持续盈利能力；

（2）申报 IPO 后腾讯入股，发生重大资产重组需重新运行 3 年；

（3）一季度巨额亏损，上市前业绩变脸；

（4）上市前搞股权激励，涉嫌利益输送；

（5）宣告融资额过百亿，媒体惊呼圈钱太狠，导致大盘下跌 100 点；

（6）证监会问核投行是否亲自去银行窗口打对账单？是否走访 90% 以上供应商？是否走访至少 70% 以上的下游客户？

（7）询价过程中保荐机构和京东只能出推介报告，不得提及价格区间，主承销商还要核查投资者有没有报价模型、有没有内控制度、有没有研究力量；配售对象要求要有公募基金和社保基金，且配售比例不低于 40%；

（8）参与打新机构必须有两年以上交易记录，每次打中概股的要 1 亿美元市值；

（9）打新申报价格超过指导价格以上的通通剔除，以抑制这种不理性的市场行为；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（10）指导价格为不得超过23倍市盈率，而京东商城尚处于亏损阶段，无法发行；

（11）京东商城A股上市当年即亏损，保荐代表人罚款30万，吊销牌照，暂停受理保荐机构申报的材料12个月……

即便不考虑股东结构和投票权问题，如果京东申请在国内上市，结果一定是主动撤材料吧。

再看看阿里巴巴，如果想在A股上市，除了前面已经列出来的若干情形，还有以下上市障碍：

（1）实际控制人设立或收购了大量公司，但未注入上市主体，请保荐机构核查是否存在潜在同业竞争，请实际控制人出具切实可行的解决措施；

（2）核心业务牌照掌握在实际控制人手中，请核查上市主体是否具有独立的经营能力；

（3）发行人与关联公司支付宝的关联交易逐年增加，请核查交易是否公允合理……

结果也只能是主动撤材料吧。

也许只有在以A股真实制度对照的调侃下才能意识到中国IPO上市审核制度与国外成熟市场的巨大差距。

京东商城、阿里巴巴等一批在中国耳熟能详的知名公司在美国成功IPO，对监管层也有很大触动。证监会加快了新股发行注册制改革的步伐，提出亏损公司也可以在A股上市。不过，正如前文所述，即便盈利能力不再是发行上市的条件，在当前的审核理念下，类似京东商城、阿里巴巴这样的公司也很难在A股上市。

中国证监会否决IPO的动因主要包括：①对公司财务真实性的担心；②对公司业绩大幅下降的担心；③对历史问题合法性的担心；④对上市后经营稳定性的担心；⑤对信息披露质量的担心等。

这些担心的背后，体现的是“父爱主义”的审核理念，代替投资者做了实质性判断。如果不将事前审核的理念转变为事后监管的思路，这些新兴产业的公司即使不以盈利为条件，也很难在A股上市。真正的注册制，须是IPO审核理念的根本性变革。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

专注 TMT 企业融资的新型投行

提到 2014 年全面爆发的 TMT 企业赴美上市潮，有一家中国投行必须要提起，这就是华兴资本。这家投行参与了中国大部分互联网公司赴美 IPO 交易：它是京东商城 IPO 唯一参与承销的中国投行，也是聚美优品、途牛、乐居、神州租车、陌陌等公司的联席主承销商。

在近年来如火如荼的互联网投资领域，那些耳熟能详的融资、并购，从腾讯入股京东、阿里入股佰程旅行网到赶集网 E 轮融资……背后都有华兴资本的身影。2014 年华兴资本完成超过 40 个私募融资及并购项目，交易金额超过 50 亿美元；在海外市场已完成 7 个 IPO 及两个可转债项目，交易金额超过 65 亿美元；是 2014 年资本市场上最引人注目的中国投行，然而它至今还没有中国的投行牌照。

从前几年不被中国的同行承认是真正的投行，到如今被几乎所有的中国同行敬为真正的投行，华兴资本在这一领域专注布局了十年。

七年的华尔街投行从业生涯，再加上四年的亚信集团，使得 TMT+ 投行模式似乎成了包凡创业的必然宿命。无论是他创业的当年，还是 TMT 行业受到资本市场热捧的现在，所有人都认为纯粹的财务顾问业务非常难做。中国人哪有为专门为服务付费的习惯呢？更何况那些刚起步的互联网企业，投行根本就看不上——从它们身上太难榨出油水了。

说是创业帮企业做融资顾问，包凡自己的公司当年创办的时候都融不来资——没人会投资这样一家只做财务顾问业务的金融服务企业。

但包凡偏偏在这块谁也瞧不上的领域里创业成功了。他们只专注一个行业——TMT 行业的企业，在这类公司规模还很小、其他投行根本看不上的时候就为他们提供私募融资服务，与企业共同成长，直到帮助它们完成海外上市。

华兴资本的商业模式不难理解，但却学不来，因为绝大部分人都缺乏耐心和专注。一个明显的事实是，当代中国资本市场，多数人的心态都是投机跟风，想赚快钱。在这种氛围中不为所动非常难。2004 年创业时，华兴资本只做成了一单交易，十年之后，他们 2014 年全年完成的交易额已经超过了百亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经过十年坚持不懈地深耕，华兴逐渐地把这一细分领域企业融资的市场份额做到了50%以上。“当你占到50%的市场份额时，你的视角与只有5%、10%的市场份额的视角是不同的。”这种马太效应进一步巩固了华兴资本的竞争优势。

包凡也曾在接收本书作者采访时谈起过他对互联网企业在国内上市的看法，他说：长期来看，在海外的一批中概股企业应当是中国经济中最有活力的一部分，但这些公司却无法在本国的资本市场上实现融资，这确实是很奇怪的现象，就好像人身上最重要的器官是长在了别人身体上。因此，假以时日，这些在海外上市的优秀企业必然应当回归A股。但短期来看，好的政策和愿望在执行层面来落地是需要时间的。优秀的企业只会去游戏规则好的市场，当中国市场的游戏规则真正走向市场化的时候，也就是这些公司回归A股的时候。

而当华兴资本开始在国内外媒体上高调宣传自己是中国第一的投行时，中国本土传统的投资银行家们还在从事着被证监会严格监管的保荐业务，大量时间都在从事核查验证公司申报材料真实性的基础工作。由于压根不愁新股发行问题，资本市场部也不用花精力研究怎么销售股票、怎么建立与资本的长期合作关系，距离资本市场反而更遥远了。A股需要活力，真正的注册制的推出迫在眉睫。

资本市场制度建设
保荐制度（五）：制度红利消失

2014年11月24日，中国政府网显示，国务院决定取消的67项职业资格许可和认定事项目录中，包括原属中国证监会认定的保荐代表人资格审核。于是，大量业内人士转发消息称：保荐代表人制度“猝死”，“保代”退出历史舞台。

尽管专业人士迅速指出上述说法存在误读：保荐代表人资格的行政许可早在2012年就取消了，改由证券业协会进行自律管理，保荐代表人考试并没有取消，只是考试的报名门槛和试题难度都大大降低。但一个不争的事实是：以前通过制度红利来维持的保荐代表人的金饭碗从这一天开始彻底不复存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也有业内相关人士评论说：看不见的门槛才是最高的门槛，有经验有能力的投行人士在取消相关制度之后，反而更能体现出自己的真正实力，未来前景看好。但这种说法只是强调了以保荐代表人为代表的投行人士不仅仅是靠牌照来吃饭的，在这个行业的资深从业人员拥有除了牌照之外的其他专业技能和资源。放眼全球，投行的工作都是一份金领工作，门槛高是因为对专业技能要求高、对人的素质要求高，而绝不是因为考试难度、资格管制造成的人为门槛。

但这一次投行人士真正感受到了危机。

2013年9月18日，证监会主席肖钢首次提出2015年要过渡到注册制，投行从业人员就开始意识到风向变了。一个时代似乎就此终结，但新的时代何时到来，没人知道。

保荐代表人资格行政许可的取消，是中国资本市场迈向注册制的其中一步。而注册制的到来，则意味着对原有投行人员工作内容、工作方式的完全颠覆、甚至是否定，这才是投行转型和创新应该思考的问题，而绝不仅仅是保荐代表人这一群体生存空间的问题。

2004年保荐制度确立，保荐代表人群体诞生，让一批老一代的中国投行人离开了这个行业；经历了十年保荐制后，由于市场在发生着重大变化，又一代投行人也在逐渐离开这个行业。

2014年以来出现了一拨投行人员离职潮现象：很多资深投行人员已经厌倦了在项目现场做材料、围着监管转的日子，觉得自身价值和工作价值都得不到体现，对这个行业的前景感到迷茫，于是选择了及早改行谋求新发展。而那些没有离开的人，也在痛苦地寻找转型之路。

在国际市场上，投行人员的专业能力主要体现为专业的估值分析能力以及交易中的谈判能力。而中国传统的投行人员，由于长期以来在监管框架下工作的原因，已经形成了审核制导向下的工作思维和工作方式，很多投行人员对交易的本质不甚理解，对所谓的交易结构的设计更只是停留在满足监管规范要求的范围内，最终沦为为审核者打工的“马仔”。

实际上，在近两年中国投行以承做IPO项目为主转变为以承做并购项目为主的过程中，就可以看出投行从业人员对从审核思维转变为交易思维的不适应。

从2012年开始，投行人员“金融民工”化的趋势就已经开始显现了，取消保荐代表人资格审核之后，所谓“靠真正实力说话”是不是就能改变这一趋势呢？不能。

随着证券市场改革的加速及市场本身的深化发展，如果没有及时的谋求转型，原有的一批习惯了审核导向思维和传统IPO项目运作机制的投行人可能会在未来遭遇集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

体淘汰，这与是否取消保荐代表人资格没有必然的联系。

2014 年以来，沪港通启动，人民币国际化进程加快，使得 A 股市场进一步融入全球市场。中国的二级市场在加快与国际接轨的速度。随着注册制的推进，中国的一级市场也必然要向国际市场靠拢。目前注册制改革中的很多理念都借鉴了中国香港、美国等成熟市场的经验，而投行人员现有的知识结构和专业能力仍然是审核制体系下形成的，这才是投行人员所面临的真正危机。

不仅仅是投行从业人员，实际上整个投资银行行业都存在着危机。而这种危机不仅存在于国内投行界，甚至是世界范围内的。

华兴资本的创始人包凡在一次公开演讲中提到了他的一个担心："投行未来是不是还有存在的必要?"他的顾虑在于：最初投行的存在是为了解决信息不对称的问题，金融体系是一个受到监管准入保护的行业。而在互联网时代，一些固有的保护有可能在未来被进一步打破，行业的游戏规则会被颠覆，最后整个行业都可能不复存在。

包凡的思考反映了当今投行人员价值创造感的缺失，这才是我们应该深刻关注的问题。

与包凡的担心相呼应，一篇题为《华尔街的牙刷理论》的文章在网上广为流传，文章指出一些高科技公司的并购案已经不再聘请华尔街的投行来做财务顾问，因为在面对高科技公司时，很多投行面临着专业上的严重脱节。越来越多的高科技公司认为投行根本不懂谷歌与 Facebook 之类公司到底在寻找怎么样的目标公司，也不懂得如何为这样一些公司来估值。

制度红利取消后，如果中国的投行不能够真正为客户提供有价值的服务，如果投行的知识结构和专业技能不适应一个时代的发展，投行就会在不久的将来面临真正的危机。这一危机不只是保荐制会不会消亡，而是投行会不会消亡。

或许不像包凡说的那么悲观，但投行人必须正视一点：投行的专业性和行业壁垒不是制度红利和信息不对称，而是真正的价值发现和价值创造。

资本市场制度建设
投石问路注册制

自从前任证监会主席郭树清发出“ IPO 不审行不行”的惊天一问后，IPO 注册制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是近些年来持续热门的话题。

2013 年中共十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。《决定》明确指出："健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资……"这是"股票发行注册制改革"首次出现在中国最高级别的文件中，也正式宣告了 A 股 IPO 将要迎来注册制。

2014 年的政府工作报告再次提到"要加快发展多层次资本市场，推进股票发行注册制改革……"。随后国务院成立了专题小组，由证监会牵头联合相关部委参与研究推进股票发行注册制改革。2014 年年底，证监会起草的注册制改革方案上报了国务院。

2015 年的政府工作报告更进一步，提出"加强多层次资本市场体系建设，实施股票发行注册制改革，发展服务中小企业的区域性股权市场……"股票发行注册制改革有了较为明确的时间表。

为什么要实施注册制?

自 1993 年开始，我国证券市场建立了全国统一的股票发行审核制度，并先后经历了行政主导的审批制和市场化方向的核准制两个阶段。具体而言，审批制包括"额度管理"和"指标管理"两个阶段，而核准制包括"通道制"和"保荐制"两个阶段。[㊀]在审批制阶段（1993 ~ 2000 年），上市企业的选择和推荐主要由地方和主管政府机构根据额度决定的；企业发行股票的规模是按计划来确定的；发行审核由直接由证监会审批通过；在股票发行方式上和股票发行定价上较多行政干预。在核准制阶段（2001 年至今），由主承销商培育、选择和推荐企业；证监会主要职能转向制定标准和规则，具体审核转向强制性信息披露和合规性审核，发挥股票发行审核委员会的独立审核功能；股票发行方式和定价逐渐向市场化过渡。

核准制的核心是监管部门进行合规性审核，强化中介机构的责任，加大市场参与各方的行为约束。在核准制阶段，证监会先后推行了"通道制"和"保荐制"，要求主承销商、保荐机构负责发行人证券发行上市的推荐和辅导，调查核实公司发行文件资料的真实、准确和完整性，协助发行人建立严格的信息披露制度等。

在核准制下，尽管证监会一再强调证监会不对发行人质量和投资价值负责，但由于投资者和舆论始终认为通过证监会审核就意味着证监会为发行人的质量进行了背书，一旦出现造假上市情形，舆论和投资者依然会指责证监会没有把好入口关。在这样的舆论环境下，证监会又不得不对申请 IPO 的公司进行形式上的"信息披露"和实质上

㊀《发行制度改革研究与比较》，中国证监会研究中心课题组。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的“企业经营状况”双重审核，并对拟上市公司未来发展前景进行实质性判断，严控造假上市和上市后业绩变脸。

核准制下证监会对 IPO 的审核导致审核员很辛苦、领导压力很大、拟上市公司被反复折腾拷问、中介机构也苦不堪言，但效果并不好：严格的审核既没能挡住绿大地、万福生科、海联讯等财务造假的公司上市；也没能挡住华锐风电、超日太阳、湘鄂情等上市后迅速变脸的公司上市。

由于符合证监会标准的公司未必是投资者需要的，严苛的发行条件和 IPO 堰塞湖式的排队让不少优质公司赴海外上市。在核准制无法取得预期效果的情况下，股票发行实施注册制的呼声越来越高。

注册制的出现也有其必然性。

2004 年以来，A 股走过了多轮牛熊转换，投资者自担风险、买者自负的意识已经逐渐提高；相对于房地产、债券、信托等其他投资品种而言，尽管投资者大面积亏损的情形并不少见，但买股票亏损而形成群体性事件的情形却非常罕见，监管层替投资者担心的很多事情往往被认为是“瞎操心”；公募基金、私募基金在这十年间发展壮大，机构投资者持有市值早已超过 50%。逐渐成熟的投资者，是注册制可以实施的基础。

中国资本市场已经发展 20 多年，市场容量今非昔比。相比于一个长江电力上市就让监管层紧张的 2003 年，2014 年末 A 股总市值已经超过了 30 万亿，接近了年度 GDP 的半数；A 股日成交量早已突破万亿大关，市场对新股的接纳程度大幅提高，每年 2000 亿 ~ 3000 亿甚至更高规模的 IPO 融资额对市场冲击并不大。这种情况下，让更多的公司进入 A 股市场、借助资本市场力量做大做强，已经水到渠成。

实行注册制也是中国经济转型的需要：2008 年金融危机以来，中国经济已经走向了转型之路。改革开放初期形成的以廉价劳动力、消耗资源换取市场的传统制造业普遍出现产能过剩、竞争力下降的情形，逐渐走向衰落。很多制造业公司在向节能环保、精密制造、高端装备转型，机器替代人力成为不可逆转的潮流；与此同时，受益于移动互联在中国的迅速发展，以娱乐、文化、互联网 + 为代表的新经济迅速脱颖而出。这些新兴经济的发展需要上市融资以增强抗风险能力，中国经济转型需要资本市场大力支持。股权分置改革后，中国资本市场进入全流通时代，在中小企业板、创业板造富效应的带动下，大量创业者投入创业大潮，大量 PE、VC 投资人的创投资金投向创新企业。PE、VC 的风险投资需要有便捷的退出渠道，从而可以持续支持创新产业的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后，实行注册制也是政府职能转变的需要：2013 年新一届中央政府提出了简政放权的要求，认为政府部门应该做好服务和监管而不是审批；中国证监会也意识到靠行政之手并不能产生预期效果，要发挥市场配置资源的主导作用。

注册制下，IPO 会怎么审?

按照目前公开披露的信息，注册制下将实行监审分离的审核机制：IPO 的具体审核由交易所完成，证监会不再审核，而将工作重点转向对 IPO 的监管。

专职从事监管工作后，证监会不仅会加强对发行人信息披露及发行上市各环节规范性的监管，也会加强对中介机构执业行为的监管，还会涉及对交易所审核的监管。

交易所对 IPO 的审核也会发生改变，从之前证监会重点审核信息披露“真实性、准确性、完整性”的“老三性”转向审核信息披露“齐备性、一致性、可理解性”的“新三性”。证监会和交易所认为，注册制下交易所不应当再对发行人质量和信息披露内容背书，确保“老三性”是发行人和中介机构的当然责任，再配套上对造假上市执行“先期赔付”制度的约束，一旦出现问题监管予以处罚即可。

注册制会对 A 股市场和保荐机构带来什么影响?

根据已经披露的信息，注册制下 IPO 的标准会显著降低，《证券法》(草案）所规定的注册发行条件仅剩下简单的 3 条，持续盈利这条被市场诟病最多的条件已经被删除了。而对业内人士广泛质疑的对募集资金、同业竞争与关联交易等事项过严的限制，也有望在注册制环境下得到适度放宽。

在 IPO 门槛降低的情况下，可以预见到上市资源将大幅增加，IPO 也会变得更加容易。不过，IPO 门槛的降低，并不意味着实际完成 IPO 企业数量的大规模提高和质量的明显下降。

一方面，实施注册制后，由于可挑选的公司数量大增，投资者就会对拟发行新股的公司有所选择。缺少投资故事、没有诱人发展前景的那些被投资者认为不具有投资价值的公司，想上市并非是件容易的事情了。另一方面，中国香港和美国早已实施注册制，但是每年在香港和美国上市的公司并不是特别多，主要原因是市场本身会形成约束机制。在市场火热的时候，IPO 数量自然会有所提高；而当市场相对平稳或低迷时，尽管法定门槛是降低了，但是发行上市也并不容易，IPO 可能会因为股票发不出去而失败——万洲国际第一次在港股 IPO 失败就是一个最生动的例子。

从保荐机构的角度看，保荐业务越发会成为“鸡肋”业务：一方面监管机构的监管力度加强了，执业成本会继续增加；交易所审核要求下降，审核环节难度降低会导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致保荐业务更容易做，同质化竞争的结果会导致保荐业务在券商内的话语权相对下降。而另一方面投资者的约束力量会加强，与投资者打交道的资本市场部的话语权会相对提高。

也许在不久的将来，随着保荐业务的式微，传统中国投行那些已经为证监会服务了多年的保荐业务从业人员将可能面临大量失业的不利局面。

注册制会消灭财务造假吗?

注册制的成功，除了需要良好的市场环境对买卖双方的约束，还需要良好的法制环境打击违规者。良好的法制环境，不仅是指是否有了相应的法律法规制度要求，而更多的是指相关法律法规是否能够得到有效执行。

降低发行条件后，原本不符合发行条件而为了满足发行条件进行财务造假的情形会越来越少了，但是为了能够把股票卖出去甚至卖个好价钱而进行的财务造假依然很难避免。

在巨大的利益面前，无论是保荐机构还是会计师事务所或律师事务所都没有能力去遏制企业造假的冲动。

尽管《证券法》(草案)加大了对财务造假的处罚力度，也提出了一旦出现造假情形实际控制人和中介机构可以先期赔付的制度设计，比现行的法律法规提高了一些造假成本。但如果造假上市依然因种种原因而不能被执行退市，所谓“先期赔付”的造假成本也不过就是一两个亿而已[㊀]，相比起上市给股东们带来的收益而言依然是微不足道的；如果造假上市的始作俑者依然不能发现一个就坚决查处一个，那么一定会有人铤而走险。

注册制的实施将掀开中国A股市场的新篇章，一定会有一批优秀的、具有发展潜力的公司可以更便利的登陆A股市场，会大力推动中国资本市场甚至整个中国经济的发展。但是，迎接注册制，我们真的准备好了吗?

㊀ 万福生科案和海联讯案的赔偿均未超过3亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结语

敢问路在何方

无限博弈

中国的资本市场一直拥有最好的电影素材。如果撇开本书各章节中那些对于上市规则的普及和枯燥讲解，你可能会发现很多企业的上市故事远比当下的很多电影大片精彩。

十年间，有多少企业迈出了上市的步伐，它们的业务性质、公司规模、上市时点、上市动因各不相同，在资本市场上演绎了一幕幕悲喜剧。有人把这归结为每个企业和每个企业家的命运，但所谓“命运”折射的不只是企业上市当时所在的大环境对企业 IPO 进程的影响，在这个过程中，参与企业上市博弈各方之间的角力对企业在资本游戏中的结果同样起到了关键作用。

IPO 上市和发行的过程是一场由发行人、监管机构、中介机构以及整个市场的投资者多方参与的博弈。能不能上市、发行价能定多少钱、发行上市后的表现如何，都与每一方参与者的行为密切相关。

监管机构从保护投资者的角度出发，在 IPO 制度和规则的制定、修改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

等方面不断调整，而发行人、中介机构则从经济利益最大化的角度出发，不断地以新的行为方式应对新的规则。当企业IPO发行上市时，二级市场上的机构投资者和散户投资者也加入这场博弈当中，对企业IPO的发行定价、企业上市后的股价表现产生重大的影响，反过来再影响监管机构和发行人的后续行为选择。

在这个过程中，监管机构直奔主题的结果导向式制度设计思路在现实中遭遇市场参与者强大的博弈力量，有时无法收到预期的效果。由于中国资本市场的法治不够完善，市场参与者的投机心理严重，在巨大的利益面前，部分市场参与者（包括发行人、投行、机构及散户投资者）总是能想出办法来挑战现行规则或者钻规则的空子。

詹姆斯·卡斯（James Carse）在其《有限和无限博弈》中提出：有限博弈者在边界内游戏，无限博弈者以边界为游戏对象。资本市场永远不会关门，资本市场的博弈就是让博弈继续下去，所有的博弈者都尽可能长时间的参与。资本市场的博弈是一场无限博弈，像所有无限博弈一样戏弄游戏规则。因此，监管的失灵也是常态，这是市场的进化和监管智慧的提升必然面临的常态。

十年变革

回顾从2004 ~ 2014年这十年间的变化，中国资本市场的体量越来越大，制度建设不断完善，新经济的影响力开始逐步赶超传统经济，中国证券市场对国民经济的重要程度不断提高，总的趋势是向着健康的方向发展。

然而，十年过去了，中国资本市场的许多沉疴痼疾依然难解。

上市一直是很多企业家心中的梦想，尽管证券市场如今不断扩容，A股上市梦依然不容易实现。即便是优秀的企业，今天想在A股上市融资，也会面临IPO审核排队、IPO长期暂停、以互联网产业为代表新经济公司不符合上市条件等一系列问题。

一方面是舆论指责企业上市圈钱，另一方面，是上市融资难的问题用了十年也得不到解决。华泰联合证券的总裁刘晓丹女士认为："资本市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成功的核心标准应该是，其能否通过资源的高效配置，孕育出一批又一批伟大的企业。”

从这个角度来看，一度被财务造假阴影笼罩的 A 股，眼睁睁看着 BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）去境外上市的 A 股，距离成功的资本市场还有不小的距离。

十年间资本市场的制度建设一直在不断推进，我们建立了 IPO 核准制度、保荐制度、询价制度，经历了十年的实践检验，每一项制度都曾经在资本市场发展进步的实践中发挥了重要作用，也都遭遇了重大挑战。于是这些制度被不断修正，但又再度遇到新的问题。

牵一发而动全身，监管机构意识到了现行制度中的根本缺陷，但要纠正却并非一朝一夕的事情。一些大胆的改革尝试在实施中遇到了意想不到的问题，在巨大的舆论压力下，只能无奈地重回老路。

解决 A 股市场诸多问题时面临的最大的难题也许在于如何应对投资者的不成熟。我们注意到，许多 A 股证券市场发展过程中的反复——进步然后再倒退，都是与现行环境下维护资本市场稳定的首要目标有关。过去十年间市场化进程的受阻，多数是以“保护投资者”之名，但却降低了市场在资源配置有效性方面应发挥的作用。短期内投资者利益得到了保障，但长期来看，投资者没有建立起“买者风险自负”的健康投资心态。

另一方面，现行的法律制度框架对上市造假等证券市场违法行为的处罚又不够严厉，使得违法成本明显低于违法获益，反而使投资者在这些恶意践踏市场规则的主体面前得不到有效的保护，遭受了重大损失。

在各参与主体的大博弈过程中，尽管时有反复，但中国资本市场依然在前行。实现资本市场的中国梦任重道远。

写在股灾之后

在本书成稿之前，A 股出现了一次罕见“股灾”，IPO 再次成为股指下跌的牺牲品。当我们回顾中国企业十年 IPO 的历程之后，又亲历了中国企业 IPO 史上从未遇到的极端情况——为了救市，已经启动发行程序的 IPO 被暂缓，完成 IPO 认购的公司向投资者退款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不妨一起回顾一下这次股灾的始末。

2015年上半年，在证监会政策暖风持续以及资金面宽松的情况下，A股呈现了单边上扬的走势，上证指数从2014年收盘点位3234.68点一路涨到5178.19点，创业板指数更是从1471.76点飙升至4037.96点。

在良好的牛市氛围下，注册制也在稳步推动：《证券法》草案于4月经过了人大常委会一读，有人乐观地预测10月就可能三读通过；沪深交易所均向社会公开招聘储备注册制下的审核人员，并安排专人研究注册制的相关配套规则；而IPO审核和发行工作也逐渐提速，从年初每月一批发行20家左右，逐渐提速到每月两批共发行50家左右。

然而，正当注册制似乎就要水到渠成之时，证监会调控股市投资过热行为的"去杠杆"指令却引发了意想不到的市场形势逆转。

2015年6月13日，证监会新闻发布会发出通知，禁止各证券公司通过网上证券交易借口为任何机构和个人开展场外配资活动、非法证券业务提供便利。

自2015年6月15日起，短短14个交易日内上证指数从5176点下跌到3630点，创业板指数从3919点下跌到2458点，全市场大面积个股股价被腰斩，很多融资炒股的投资者不断被强行平仓。

客观说，6月15日开始的下跌在初始阶段被普遍认为是正常的调整，即使6月23日盘中急跌至4264.77点后，在两个交易日内一度出现了超过400点的大幅反弹，市场也并未出现恐慌情绪。

然而，在6月24日收盘后，证监会又下发了新一批28只新股发行批文，给刚刚反弹的市场浇上一桶冰水，极大地影响了投资者的心理预期。

次日，上证综指在惯性上冲30点后掉头向下，一度大跌超过200点；再后一日，大盘狂跌近400点，整个大盘几乎跌停，以千股跌停的壮观景象迎接国泰君安上市；而国泰君安上市首日依然是以44%的涨幅收盘。

6月26日证监会例行新闻发布会上，新闻发言人对股市大幅下跌表述为"是市场前期过快上涨的自发调整，是自身市场运行规律的结果"。尽管证监会如此表态，但周末央行罕见地同时调降了存款准备金和利率。然而"双降"政策并未阻挡股指继续下跌，周一上证指数再降300点。到7月3日股指已经跌到了3630点，14个交易日大跌了1500余点。在这种情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

况下，投资者和舆论普遍呼吁证监会救市，而在网络投票的救市措施中，排名第一位的赫然是“暂停 IPO”。

尽管历史数据多次证明暂停 IPO 并不能阻止股指下跌，2015 年上半年发行数量和融资额逐渐扩大，股指也并未因此而调头向下，本轮股灾的触发点是证监会严格规范场外配资去杠杆而非 IPO，但投资者和舆论依然将 IPO 视为罪魁之一，并强烈要求暂停 IPO。

于是，向散户妥协又一次成为监管层无法回避的必然选择，法理与规则在特殊时期无法适用，IPO 再次暂停。

7 月 3 日，证监会新闻发布会表态“企业通过 IPO 募集资本金是资本市场的基本功能。考虑到近期市场情况，将相应减少发行家数和筹资金额，7 月上旬拟安排 10 家企业 IPO，筹资金额也会较 6 月份减少”。

7 月 4 日晚，已经启动 IPO 发行程序的 18 家公司同时刊登公告暂缓发行，7 月 3 日已经完成认购的 10 家公司也公告称将退款，这是 A 股历史上史无前例的事件。

接下来，IPO 审核的速度也明显放缓。然而大量强力的救市措施并未有明显效果，股指很快跌破半年线并继续大幅下跌，到 7 月 9 日甚至开盘后就几乎跌停，创下了 3373.54 点的新低。连续跌停下，众多公司想尽办法停牌躲股灾，A 股市场出现了千股停牌的奇观。

7 月 9 日，证监会被迫临时取消了周五的发审会，IPO 不仅停发也停审。在市场稳定并反弹到一定阶段之前，显然恢复 IPO 无望。但从另一个角度却又一次证明了：暂停 IPO 不能救市。股灾让我们意识到了监管手段的局限性。

截至本书完稿，A 股依然没有止跌回稳，每个市场的参与者都已经开始从历史上的各次危机中寻找经验，这已然是一场危机。沈联涛在其描写亚洲及全球金融危机的著作中称：“危机是多项市场失灵和监管失败互动的结果。这两者就好像连体婴儿一样，是分不开的。”在系统性风险下过度指责监管已经没有意义。

耶鲁大学教授、前摩根士丹利首席经济学家史蒂芬·罗奇称：“中国的救市绝非个例。西方主要国家都在做完全一样的事情，只不过呈现形式不同而已。”罗奇的观点更让我们重新思考监管与市场博弈的本质问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他在自己的文章中进一步表示：**我们越是依赖市场，就越不信任它。不用说，这与基于市场有效性假说的"看不见的手"背道而驰。我们总是声称，客观市场能够保证资产得到最有效的配置。但我们真正想要的，却是让市场按照我们的意志来运行。**

面对越来越复杂的内外部经济环境给监管带来的新挑战，敢问路在何方？

从2012年郭树清主席提出"IPO能不能不审"，到肖钢主席于2013年明确提出2015年过渡到注册制，再到今天监管机构切实研究落实注册制的路径，三年多的时间过去了，企业对上市制度变革的诉求越来越迫切，但实践的论证却远非抄袭成熟市场制度那么简单。在意外经历了百年罕见的"股灾"之后，注册制依然是远方一个模糊的身影，但愿这不是一出"等待戈多"的剧幕。

也许正如《从0到1》的作者彼得·蒂尔在其书中提到的观点："没有人能精准地预测未来，但我们知道两件事——世界必然会变得不同，但变化必须基于当今的世界。"从这个角度而言，本书的案例也许对于未来中国资本市场的进一步改革发展有些许启示意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后记

王骥跃的写作心路

“写本书吧！”这是经常在我脑海里跳出来的一句话。从业十余年了，很多事情确实应该总结一下。在2012年新股发行暂停后，我写了篇长微博“也谈中国股市IPO”，2013年年底又写了一篇“保荐制十年”。然而，长微博毕竟是临时的有感而发，虽然絮絮叨叨数万言，但毕竟不成体系，距离一本书还相差很远。

“写本书吧！”这是我和班妮在微信私聊时聊到的话。彼时她已经是一名畅销书作家和多家媒体的专栏作家了，而我的文字见诸公众只是在微博上。鉴于之前毫无经验，文字功底也较弱，我请班妮合作一起写书。她很快就同意了，并立即着手寻找出版社，签订了合同，写本书这事就不可逆地必须要完成了。

在共同确定了写作主题、思路、大纲、分工后，开始了漫长的写作历程。

在写作大纲确定之后，我并没想到写本书会是如此困难，原本以为将之前若干年写过的与新股发行有关的微博整理出来，再加上一些案例的点评就可以轻松搞定的事情，但真正动笔之后才发现写本书真的很不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先是资料搜集问题：由于要串上各个重要的时间节点，分析新股发行政策演变及背后的原因，本书涉及了数十家上市公司，仅凭记忆已经不可能完成这本书的写作要求了，必须要查找大量当年的公告、媒体报道、相关法律法规，以求书本内容的准确。

其次是文字本身的问题：由于涉及数十家上市公司，以及要分析点评监管政策，必须要锤炼文字的选择与准确，以避免误导和纠纷。在微博上吐槽是一码事，正式成为出版物是另一码事，这远非我所长，写起来颇为痛苦。

最后是时间问题：在日常工作之外要抽出时间来写这么一本跨越十年的书，时间并不能得到保障，几乎各个假期和周末都要用来写作，对于我们来说压力不小。

然而，写作的过程也是很享受的。

一方面，本书主要内容是对十年 IPO 历程的回顾，回顾了十年来政策的演变以及各种大戏、各方博弈，心情也随着十年大潮时而心情澎湃，时而扼腕叹息、唏嘘不已，很是享受；另一方面，写作也是自己重新学习与提高的重要手段，从原本的工作中跳出来，用历史发展的视角去看待十年的轮回与变化，更清晰了对自身工作的认识和理解。

终于，在初步动议一年之后，我们的书完稿了。这是我的第一本书，对于处女作的完成，我还是很喜悦的。感谢十余年职业生涯中关心与帮助过我的领导和同事，感谢一直在背后支持我的妻子，在他们的帮助和支持下，我可以愉快地工作并享受工作，在繁重的工作之余可以保持观察与思考，最终在本书中体现出我的一些思考与理解。

感谢班妮的勤奋、认真与严谨，也感谢她在写作过程中的讨论、批评与不停地督促，否则本书就不可能面市。

班妮的写作心路

在中国，投资银行业务的工作特点之一就是积累大量的案例和项目经验。过去的几年里，我们看到有部分投行人士以及与 IPO 业务相关的中介机构人士认真整理过一些法规及案例，但专业性太强，对更为广泛的读者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

群而言缺乏参考性。

这本书的诞生，受到了《激荡三十年》的启发。

决定写作本书时，我还在香港工作，注册制正是当时国内资本市场上最受热议的话题。王骥跃在微博上发表了一篇“保荐制十年”，洋洋洒洒梳理了这项制度的发展历程，我开玩笑说他在靠近吴晓波的写作方式。没想到，这句话说中了他的心事。

于是有一天，他在微信聊天时建议一起写本书，内容就是我们都亲身经历过的中国 IPO 十年。

当一份写作大纲被整理出来之后，我心潮澎湃：从来没有一本书，以编年体案例的方式记录中国资本市场十年间发生的故事。我们想以这样一种方式为中国的资本市场进行一次认真的“存盘”，并把这份记录与更广泛的读者群分享。

总体而言，本书仍算是一部严肃的专业读物，而严肃读物则意味着销量的下降。有人曾建议我们写得更加浅显生动，以故事为主，用更文学的笔调阐释，真的写成一本“激荡三十年”。最终，我们还是拒绝了让本书成为一本更流行的大众畅销书的诱惑。我们在写作之初就确定了不会哗众取宠，而是希望这本书成为一本值得在书架上保存的书籍，或者如为我们写序的财新资深记者蒋飞所说，让这本书成为中国资本市场的记忆。

从起草写作大纲到最终交稿并校对，耗时超过一年时间，这期间多次因为工作的原因拖延了写作的进度，同时也抓住一切可能的时间写作，放弃了各种娱乐活动，在不同城市出差的多个夜晚都成为了我最佳的写作时间。

本书大部分案例的解读依据都来自公开信息披露和媒体报道，个别案例包括了我们个人的亲身经历。作为投行从业人员，我们对这些上市案例有着与媒体、财经评论员完全不同的视角，更多是作为业内人士对在中国市场 IPO 中可能遇到的种种问题及成因的梳理和解读。

历史就是不断重复的过程。如果这本书被拍摄成一部纪录片，不同年份的很多画面会惊人的相似；如果把这十年间所有 IPO 上市企业的上市历程全部列出来，那么一定是本书案例情况的不断重复再重复。虽然是 2004 ~ 2014 年 IPO 案例的精选，但本书几乎已经涵盖了在 A 股 IPO 的所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有主要问题和制度规定，是对中国资本市场上市规则、上市特点及制度演变的一次系统性梳理。

王骥跃是一位年轻的“老投行”，他的微博昵称“微笑刺客 1980”把他的年龄暴露得尽人皆知，然而，他从事投行工作的时间却已超过了本书所记录的十年跨度。和他一起写书的过程，也让我补上了那些我投行职业生涯中缺席年份的功课。很感谢也很享受和他一起写书的过程，这是一种难得的人生经历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，势，运，成就了不同企业在资本市场上的不同结局。通过对十年间60余个IPO案例本身的分析和进一步的延伸讨论，我们想展现企业、监管机构、中介机构以及投资者等市场参与各方之间的角力，以及他们与一个时代的惯性所做的角力——企业上市的过程是一场多方博弈。

通过这些案例，我们分析、揭露甚至拷问运行了这些年的中国式IPO，能不能助力企业发展，能不能倡导价值投资，能不能在不久的未来与成熟市场看齐。

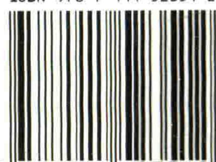
在观察十年间中国企业IPO历程的同时，我们也梳理了这期间中国资本市场制度建设的情况：保荐制的确立及发展，发审委制度的建立，询价制的演变，中小板、创业板的开板，新股发行体制改革的进程，以及IPO发行从审核制到注册制的逐步摸索。

本书以投行业内人士的视角记录了2004年到2014年间中国企业上市的真实案例，以及中国证券市场IPO政策的演变过程，从而见证并解读这意义非同寻常的十年。



上架指导：金融

ISBN 978-7-111-52351-2



定价：69.00元

投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn